

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MADRID  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y  
EMPRESARIALES  
DEPARTAMENTO DE ORGANIZACIÓN DE EMPRESAS



**TESIS DOCTORAL**

**El Gobierno Corporativo Electrónico.  
Un enfoque de confianza para los accionistas.**

Tesis Doctoral dirigida por:

Dr. D. Eduardo Bueno Campos

Tesis Doctoral presentada por:

DA. M<sup>a</sup> Del Mar Alonso Almeida

Madrid 2007

# Agradecimientos

*A través de las siguientes líneas quisiera dejar constancia de mi más profundo y sincero agradecimiento a todas aquellas personas e instituciones sin cuya colaboración y apoyo no hubiera sido posible la realización de este trabajo de investigación.*

*Al Profesor Dr. D. Eduardo Bueno Campos, director de la Tesis. Gracias por aceptar dirigir este trabajo, por dedicarme todo el tiempo que ha sido necesario, por sus valiosos consejos y paciencia mostrada a lo largo de este tiempo.*

*Al Profesor Horacio Miranda por sus consejos y ayuda a la hora de poner en marcha el estudio empírico que se presenta en este trabajo.*

*Al Profesor Dr. José Miguel Rodríguez Antón por su apoyo, sus buenas sugerencias y su tiempo, cuando lo he necesitado.*

*A todos los compañeros del Departamento de Organización de Empresas de la Universidad Autónoma de Madrid, por su ánimo continuo.*

*Mi gratitud a todas las entidades con las que he contactado para la recogida de información necesaria para esta Tesis: las oficinas de los accionistas de las empresas cotizadas, las oficinas de estudio de las Bolsas españolas y la Comisión del Mercado de Valores.*

*Especialmente, quiero darle las gracias a mi marido, Jon. Gracias por todo: por su cariño, por su apoyo incondicional, por su ayuda en todo momento, por su paciencia, por los fines de semana en casa, por las vacaciones con el ordenador, por su ánimo continuo en los momentos bajos y preocupación. Gracias porque sin su comprensión este trabajo nunca hubiera visto su fruto. Gracias por todo.*

*Por último, gracias a mi familia, todos mis amigos y personas que me han animado a continuar adelante.*

*A todos. Gracias.*

# Índice

## Capítulo 1 Introducción 12

1.1	Presentación de la Tesis	13
1.2	Justificación de la Tesis	16
1.3	Ámbito de la investigación	22
1.3.1	Los códigos de buen gobierno y el gobierno corporativo electrónico	22
1.3.2	Situación actual del uso de la tecnología de Internet en el gobierno corporativo	23
1.4	Objetivos de la investigación	29

## Capítulo 2 Marco teórico 39

2.1	Evolución doctrinal del gobierno corporativo en la teoría de organización	40
2.1.1	Teoría de la agencia y de los costes de transacción	46
2.1.2	Contratos incompletos y derechos residuales de control.	49
2.1.3	La discrecionalidad y oportunismo del directivo.	51
2.1.4	Asimetría de información	63
2.1.5	Racionalidad limitada	67
		71
2.2.1	El buen gobierno corporativo como sistema de control de la transparencia	73
2.2.2	El buen gobierno corporativo vigilante del valor para el accionista	77
2.2.3	El buen gobierno corporativo como factor de reducción de los costes de agencia	79

2.2.4	Conclusiones preliminares sobre los códigos de buen gobierno	81
<b>Capítulo 3 Descripción del modelo de análisis</b>		<b>82</b>
3.1	El enfoque de confianza y el gobierno corporativo electrónico	83
3.1.1	Fundamentos teóricos de la confianza	83
3.1.2	Papel de la confianza en la relación principal-agente	88
3.1.3	Las situaciones de ruptura de la confianza	91
3.1.4	Construcción de la confianza	98
3.1.5	Las soluciones posibles para generar confianza	102
3.1.5.1	Soluciones Legales	110
3.1.5.2	Soluciones tecnológicas	112
3.1.6	La importancia del uso de Internet en el gobierno de las organizaciones para generar confianza	113
3.1.6.1	Perspectivas teóricas en la adopción de la tecnología de Internet en las organizaciones	115
3.1.6.2	El impacto de Internet en la comunicación organizacional	117
3.1.7	Desarrollo de la confianza en la empresa a través de la tecnología de Internet	126
3.1.7.1	Confianza a través del gobierno electrónico	129
3.1.7.2	Confianza a través de la participación social electrónica	142
3.2	Medición de la confianza en la relación entre empresa y accionistas mediante la tecnología de Internet	152
3.3	Enfoque integrado: Propuesta del modelo e hipótesis de análisis	160
<b>Capítulo 4 Diseño de la investigación</b>		<b>171</b>

4.1	El universo de observación y la muestra seleccionada	172
4.2	Las fuentes de información	174
4.3	Metodología de investigación	175
4.3.1	Elección de la metodología cualitativa	175
4.3.2	Elección de la metodología cuantitativa	177
4.4	Requisitos de validez científica de la metodología	179
4.4.1	Validez interna	179
4.4.2	Validez externa	179
4.4.3	Validez de los constructos	179
4.4.4	Fiabilidad	180
4.5	Construcción y cálculo del índice de confianza	181
4.5.1	Construcción del índice de confianza simple	181
4.5.2	Construcción del índice de confianza ponderado	189
4.5.3	Análisis Delphi para ponderar las dimensiones del índice de confianza	189
4.6	Variables explicativas	192
<b>Capítulo 5 Resultados de la investigación 196</b>		
5.1	Análisis estadístico	197
5.2	Análisis univariante y diagnóstico de colinealidad	212
5.3	Análisis multivariante	218
5.4	Análisis del índice de confianza ponderado	229
5.5	Análisis de Posicionamiento	237
5.6	Contraste del modelo	242

5.6.1	Contraste de las hipótesis de la proposición general 1	242
5.6.2	Contraste de las hipótesis de la proposición general 2	244
5.6.3	Contraste de las hipótesis de la proposición general 3	246
5.6.4	Contraste de las hipótesis de la proposición general 4	246
<b>Capítulo 6 Conclusiones 248</b>		
6.1	Conclusiones	249
6.2	Limitaciones y aportaciones de la Tesis	253
6.2.1	Limitaciones	253
6.2.2	Aportaciones académicas y prácticas	254
6.3	Futuras líneas de Investigación	256
<b>Capítulo 7 Referencias Bibliográficas 257</b>		
7.1	Bibliografía	258
<b>Capítulo 8 Anexos 314</b>		
8.1	Anexo 1. Desarrollo del gobierno corporativo electrónico en Europa	315
8.2	Anexo 2. Legislación societaria de control del mercado	325
8.3	Anexo 3: Tipos de acciones contempladas en el derecho español	327
8.4	Anexo 4. Mecanismos legales de protección del accionista	330
8.5	Anexo 5. Detalle desarrollo análisis Delphi	336
8.5.1	Correos electrónicos	336
8.5.2	Cuestionario	338

# Índice de Figuras

## Capítulo 1 Introducción

Figura 1.1 Estructura de la Tesis.....	14
Figura 1.2 El gobierno corporativo como sistema.....	30
Figura 1.3 Relaciones de la empresa con múltiples partícipes: enfoque stakeholder.....	31
Figura 1.4. Desarrollo del buen gobierno corporativo a través de Internet.....	33
Figura 1.5 Modelo de gobierno estratégico-tecnológico-social.....	34

## Capítulo 2 Marco teórico

Figura 2.1 Aplicación de la tecnología de Internet en el gobierno corporativo según el enfoque shareholder.....	48
Figura 2.2 Aplicación de la tecnología de Internet en el gobierno corporativo según el enfoque stakeholder.....	48
Figura 2.3 Toma de decisiones según el enfoque de la racionalidad limitada.....	69

## Capítulo 3 Descripción del modelo de análisis

Figura 3.1 Relación principal-agente basada en la dinámica de la confianza.....	108
Figura 3.2 Responsabilidades del Consejo de Administración.....	111
Figura 3.3 Cadena de distribución de la información en Internet.....	125
Figura 3.4 Marco de relación principal-agente a través de Internet.....	135
Figura 3.5 Internet como canal de comunicación para la confianza.....	136
Figura 3.6 Procedimiento voto electrónico.....	146
Figura 3.7 Incorporación de la dimensión de diálogo en la construcción de la confianza en Internet.....	149
Figura 3.8 Dimensiones de la confianza según el modelo propuesto.....	154
Figura 3.9 Relación entre los códigos de buen gobierno y la confianza de los accionistas...	161
Figura 3.10 Modelización de las proposiciones propuestas.....	161

## Capítulo 4 Diseño de la investigación

Figura 4.1 Distribución de la muestra capitalización.....	173
Figura 4.2 Distribución de la muestra por sector.....	173

## Capítulo 5 Resultados de la investigación

Figura 5.1. Grafico de Posicionamiento del análisis de correspondencias múltiples.....	240
--	-----

# Índice de Tablas

## Capítulo 1 Introducción

Tabla 1.1 Resumen situación la situación actual existente en materia de códigos de buen gobierno, legislación y tecnología en los principales países europeos.....	27
Tabla 1.2 Perspectivas de confianza de cada stakeholder a través de Internet.....	32

## Capítulo 2 Marco teórico.

Tabla 2.1 Principales enfoques de la teoría de la organización.....	40
Tabla 2.2 Problemas de agencia respecto a la discrecionalidad y oportunismo de los directivos y soluciones propuestas.....	58
Tabla 2.3 Principios que rigen los códigos de buen gobierno en España.....	71
Tabla 2.4 Recomendaciones de los códigos promulgados en España sobre composición, tamaño y estructura del consejo de administración.....	75

## Capítulo 3 Descripción del modelo de análisis

Tabla 3.1 Principales enfoques conceptuales del capital social.....	101
Tabla 3.2 Recomendaciones sobre comunicación a los accionistas.....	104
Tabla 3.3 Vías directas de protección del accionista en España.....	110
Tabla 3.4 Mecanismos de protección de los accionistas según el uso de la tecnología.....	113
Tabla 3.5 Requisitos técnicos para la medición de la cumplimiento de la ley.....	137
Tabla 3.6 Requisitos de contenidos para la medición de la dimensión de cumplimiento de la ley.....	138
Tabla 3.7 Variables que miden la dimensión transparencia.....	140
Tabla 3.8 Variables que miden la dimensión credibilidad.....	141
Tabla 3.9 Variables que miden la dimensión compromiso social.....	142
Tabla 3.10 Variables de la dimensión diálogo de la confianza.....	150
Tabla 3.11 Indicadores utilizados para la medición de la confianza a través de Internet utilizados en los principales trabajos empíricos.....	164

## Capítulo 4 Diseño de la investigación

Tabla 4.1 Métodos propios de la investigación cualitativa.....	176
Tabla 4.2 Ficha técnica del estudio empírico.....	177
Tabla 4.3 Indicadores del índice de confianza.....	181
Tabla 4.4 Resultados obtenidos del análisis delphi.....	191
Tabla 4.5 Variables dependientes.....	194

Tabla 4.6 Variables independientes.....	195
---	-----

## Capítulo 5 Resultados de la investigación

Tabla 5.1 Medición individual del cumplimiento de los indicadores del índice de confianza..	197
Tabla 5.2 Estadísticas descriptivas.....	202
Tabla 5.3 Distribución de puntos del índice de confianza y empresas de la muestra.....	204
Tabla 5.4 Distribución de la muestra en el gráfico de tallo y hojas.....	206
Tabla 5.5 Estadísticas descriptivas por sector.....	207
Tabla 5.6 Estadísticas descriptivas por nivel tecnológico.....	207
Tabla 5.7 Estadísticas descriptivas por capitalización en Bolsa.....	208
Tabla 5.8 Contrastes de normalidad.....	209
Tabla 5.9 Las 10 empresas con mayor y menor puntuación en el índice de confianza.....	210
Tabla 5.10 Estadísticas descriptivas de la visibilidad.....	211
Tabla 5.11 Análisis de correlación de coeficiente de Pearson.....	213
Tabla 5.12 Análisis de correlación de coeficiente de Spearman.....	214
Tabla 5.13 Resultados diagnóstico de colinealidad.....	216
Tabla 5.14 Modelo de regresión periodo 2004-2006.....	218
Tabla 5.15 Modelo de regresión periodo 2004, 2005 y 2006.....	220
Tabla 5.16 Funciones de regresión periodo 2004, 2005 y 2006.....	222
Tabla 5.17 Modelo de regresión por dimensión de la confianza periodo 2004-2006.....	223
Tabla 5.18 Modelo de regresión de la visibilidad.....	227
Tabla 5.19 Resultados homocedasticidad de los modelos.....	228
Tabla 5.20 Estadísticas descriptivas del índice de confianza ponderado.....	229
Tabla 5.21 Distribución de la muestra de tallo y hojas ponderada.....	230
Tabla 5.22 Las 10 empresas con mayor y menor puntuación en el índice de confianza ponderado.....	231
Tabla 5.23 Análisis de correlación de coeficiente de Pearson.....	233
Tabla 5.24 Análisis de correlación de coeficiente de Spearman.....	234
Tabla 5.25 Análisis de regresión del índice ponderado.....	235
Tabla 5.26 Variables utilizadas en el análisis de correspondencias múltiples con sus valores.....	237
Tabla 5.27 Medidas de discriminación.....	239
Tabla 5.28 Alpha de Cronbach y resultados del análisis de correspondencias múltiples.....	239
Tabla 5.29 Tabla de las hipótesis analizadas en la proposición general 1.....	242
Tabla 5.30 Resultados de las hipótesis de la proposición general 1.....	243
Tabla 5.31 Verificación de la proposición general 1.....	244

Tabla 5.32 Tabla de las hipótesis analizadas.....	245
Tabla 5.33 Resultados de las hipótesis de la proposición general 2.....	245
Tabla 5.34 Verificación de la proposición general 2.....	245
Tabla 5.35 Verificación de la proposición general 3.....	246
Tabla 5.36 Resultados de las hipótesis de la proposición general 4.....	247
Tabla 5.37 Verificación de la proposición general 4.....	247

## **Capítulo 6 Conclusiones**

Tabla 6.1 Resumen de los resultados obtenidos del modelo propuesto.....	250
---	-----

# Capítulo 1 Introducción

La globalización de la economía y los escándalos financieros en algunas empresas han hecho que la información sobre el funcionamiento y gobierno de las empresas sea un asunto crítico para la confianza en éstas y para el buen funcionamiento del mercado de capitales (Lee, 1987; Saudagaran y Diga, 1997; Waltz, 1999).

La información sobre las empresas, no sólo reduce los riesgos sobre las inversiones, sino que reduce las asimetrías de información e incrementa la transparencia de la empresa frente a accionistas e inversores (Ball y Brown, 1968; Fairfield et al., 1996; Botosan, 1997; Healy et al., 1999; Healy y Palepu, 2001).

Los códigos de buen gobierno y la legislación emanada de estos códigos han impuesto grandes requerimientos de información a las empresas frente a los accionistas, principalmente sobre los órganos y prácticas de gobierno de las empresas

El uso de la tecnología de Internet permite a las empresas poner un gran volumen de información a disposición de los terceros interesados en cualquier parte del mundo, con un bajo coste (Ratchford et al., 2003). Pero lo que es más importante, permite restablecer la confianza perdida en la empresa y sus órganos de gobierno.

En el año 2002 la Unión Europea desarrollo el llamado Informe Winter, informe que recoge un conjunto de buenas prácticas en lo que tiene que ver con el funcionamiento de los órganos de gobierno de las empresas y su relación con el mercado, con el objetivo de incrementar la confianza en las empresas. España ha promulgado tres informes de buen gobierno corporativo: el Código Olivencia (1998); el Informe Aldama (2003) y el Código Unificado (2006); los cuales recomiendan el uso de la tecnología de Internet para proporcionar confianza a accionistas e inversores.

El presente trabajo va a analizar los factores que han contribuido a la pérdida de confianza, el papel de los códigos de buen gobierno en la recuperación de la confianza y analizar si la tecnología de Internet puede contribuir a la recuperación y fortalecimiento de ésta. En concreto, el propósito de esta investigación es dar respuesta a la siguiente pregunta:

### **¿Pueden las empresas mediante el uso de Internet proporcionar confianza a los accionistas?**

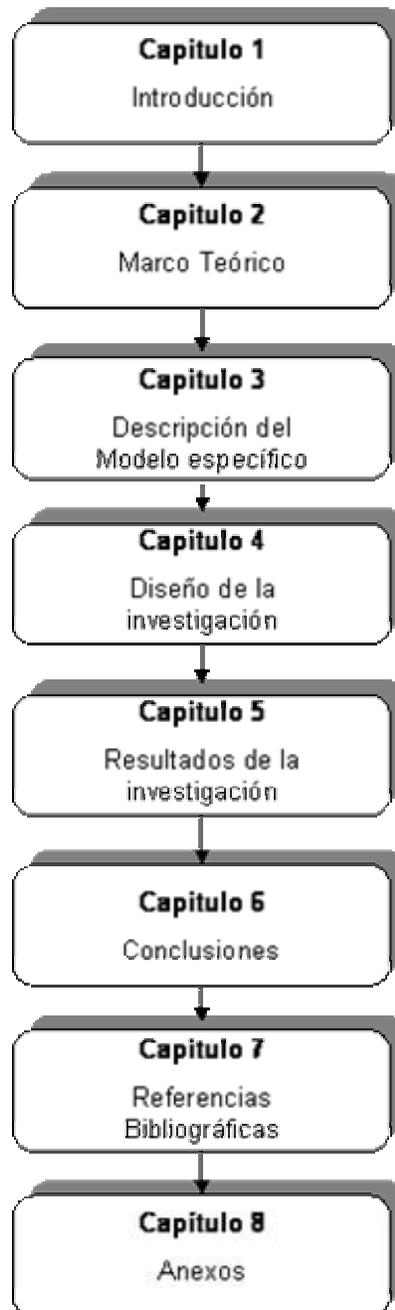
Con el fin de alcanzar este propósito nos hemos planteado los siguientes tres objetivos básicos:

1. Analizar el estado del arte en el desarrollo del gobierno corporativo electrónico, mediante el estudio de los códigos de buen gobierno y la legislación existente en esta materia.
2. Desarrollar el marco teórico adecuado que de respuesta al planteamiento realizado.

3. Identificar y medir los indicadores sobre gobierno corporativo electrónico que influyen en la confianza de los accionistas e inversores.

Para lograr estos objetivos, este trabajo se ha estructurado de la siguiente forma (ver figura 1.1):

Figura 1.1 Estructura de la Tesis.



En el primer capítulo se analizan los antecedentes de la situación actual de la confianza en las empresas; los enfoques teóricos existentes sobre cual debe ser el comportamiento de las empresas frente a los terceros interesados; el estado actual sobre el gobierno corporativo regulado en la legislación vigente y las recomendaciones de los códigos de buen gobierno. Finalmente, se plantean las proposiciones generales con sus hipótesis, a las que busca dar respuesta esta investigación.

En el capítulo segundo, se tratan los fundamentos teóricos que van a permitir desarrollar la investigación. Así, se pone de manifiesto la naturaleza del problema objeto de estudio y se sientan las bases para el modelo de análisis.

En el capítulo tercero, se analizan en profundidad las bases teóricas y las variables del modelo de análisis propuesto. En concreto, se lleva a cabo una definición y descripción de cada una de las variables; se revisa como en diferentes trabajos empíricos se miden cada una de las variables, se determina cuál es la mejor medida que se ajusta a las necesidades de esta investigación y se formulan las hipótesis específicas sobre el modelo planteado.

En el capítulo cuarto, se explica la metodología que se va a seguir en el trabajo empírico. Para ello en primer lugar se concreta cual va a ser la población objeto de estudio. En segundo lugar se justifica el método elegido para la obtención de la información que es necesaria para poder hacer operativas cada una de las variables del modelo. Finalmente, se expone la construcción y medición del índice de confianza y de la base de datos.

En el capítulo quinto, se analizan e interpretan los resultados obtenidos. A continuación, se examinan las variables y se contrastan las hipótesis formuladas, por medio de técnicas estadísticas de análisis multivariante.

En el capítulo sexto se resumen las principales aportaciones del trabajo, las limitaciones asociadas al mismo y las futuras líneas de investigación.

En las referencias bibliográficas, se detalla exclusivamente la bibliografía citada a lo largo de la Tesis Doctoral.

Finalmente, en los anexos se incluye información complementaria que se ha desarrollado a lo largo de la investigación.

## 1.2 Justificación de la Tesis

El interés por esta materia se ha originado desde los cursos del Programa de Doctorado en Organización de Empresas y Contabilidad de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Autónoma de Madrid, donde se expusieron temas de actualidad en estas materias. En estos cursos se destacó la importancia y el interés que tiene la transparencia informativa y la implantación de códigos de buenas prácticas para una gestión adecuada de las compañías, cuya importancia se ha incrementado en los últimos años a raíz de los sucesivos escándalos financieros producidos. La consecuencia directa de ello, ha sido una pérdida de confianza generalizada en los mercados, así como de la credibilidad de las actuaciones de los agentes que participan decisivamente en ellos. Los códigos de buen gobierno y los pronunciamientos legales aprobados en la mayor parte de países coinciden en reconocer el importante papel que tienen las tecnologías de la información y las comunicaciones, y en especial Internet, como instrumento para la mejora del funcionamiento del sistema de protección informativa y el buen gobierno de las sociedades cotizadas.

La tecnología ha formado parte desde el comienzo de mi carrera profesional. Uniendo el interés por la Organización de Empresas y mi experiencia en el mundo de la tecnología de Internet, el resultado ha sido esta investigación.

Por ello, tras terminar los cursos de doctorado, la tesina para la consecución del Diploma de Estudios Avanzados ha versado sobre este tema haciendo énfasis en la importancia de la tecnología de Internet para el desarrollo de las buenas prácticas de gobierno corporativo.

Asimismo, he colaborado en la obra del profesor Eduardo Bueno Campos sobre esta materia, titulada "El Gobierno de la Empresa. En busca de la transparencia y la confianza" publicado en el año 2004 por la Editorial Pirámide.<sup>1</sup>

Estos últimos hechos, me han hecho meditar en la importancia de investigar sobre cómo la tecnología

<sup>1</sup> Mi participación en esta obra se concretó en el apoyo a su coordinación y en la realización de los anexos de la misma destacando el Anexo IV Aplicación de las recomendaciones de Buen Gobierno Corporativo y de la Ley de Transparencia de las Sociedades Cotizadas Españolas, que ha sido el punto de partida de la investigación.

de Internet puede acercar las organizaciones a los accionistas y “buscar la transparencia y confianza”, necesarias para el buen funcionamiento del mercado.

Las actuales formas de gobierno corporativo se han visto cuestionadas debido a los escándalos que han rodeado a las organizaciones empresariales, lo que ha provocado que se levanten algunas corrientes doctrinales que piden mayor transparencia, traducida en mayor información, mayor accesibilidad y publicidad de la información y mayor participación de todos los implicados en la organización. Las tecnologías de la información y las comunicaciones se han convertido en agentes dinamizadores que potencian el valor de las organizaciones. Las voces críticas que se han levantado llevan a pensar que es necesaria una revisión de las prácticas de gobierno existentes en las organizaciones y una nueva estrategia política que garantice la recuperación de la confianza de los accionistas e inversores. Esta nueva estrategia política debe incorporar un comportamiento ético de los agentes principales de las organizaciones para lograr una mayor transparencia y responsabilidad socio-económica de la gestión de las empresas e instituciones, sobre sus decisiones principales y, especialmente, en lo relativo a ofrecer una información relevante y continuada en el tiempo sobre los hechos mas significativos que afectan a la eficiencia de la entidad, así como a su comportamiento relacional con los partícipes en su actividad económica o con los grupos de interés internos y externos de la organización (Kogut y Zander, 1992). Las tecnologías de la información y las comunicaciones tienen un papel relevante en esta nueva estrategia de gobierno, al incorporar al gobierno de las empresas el uso de la tecnología de Internet que facilita la adopción de nuevas prácticas y la posibilidad de participación de todos los agentes sociales (Lin, 2001).

Los nuevos enfoques sobre la teoría de la organización y sobre el cambio de modelo de gobierno organizativo, tal y como esquematiza Zingales (2000) y resume Bueno (2004), se fundamenta a partir de la evolución de las cuatro concepciones siguientes:

- a) La observación de la organización como un nexo de contratos explícitos valorizados por los mercados financieros y basados en las perspectivas de los costes de transacción, derechos de propiedad y relación de agencia (Alchian y Demsetz, 1972; Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983; Williamson, 1985; Fama, 1980), propios del enfoque contractual clásico y de la teoría actual.
- b) El análisis de la organización como nexo de contratos explícitos e implícitos en el que cobra importancia el capital relacional, consecuentes con la existencia de contratos relacionales (Rajan y Zingales, 1998 y Backer et al., 2002), enfoque característico de la teoría institucional.
- c) La perspectiva de la empresa como una colección de oportunidades de crecimiento, basados en los activos o recursos críticos y en las capacidades para generar las citadas oportunidades (Pfeffer, 1972; Myers y Majluf, 1984; Wernerfelt, 1984 y Teece, Shuen y Pisano, 1997).

- d) El enfoque de la empresa como colección de activos tangibles e intangibles derivados de cada categoría de los contratos que se integran en la organización (Grossman y Hart, 1986; Nonaka y Takeuchi, 1995 y Grant, 1996), característico del enfoque actual basado en conocimiento (Spender, 1996; Grant y Tsoukas, 1996, Bueno y Salmador, 2001; Grandori, 2004).

Esta evolución culmina en la necesidad de definir un nuevo modelo de empresa basada en el conocimiento y en las relaciones con el resto de los partícipes y agentes sociales que configuran lo que se viene llamando "organización nexo o red" y que configura el capital relacional de la empresa. (Bueno 2001, 2002, 2004 y 2005; Foss, 2005). Este nuevo modelo de empresa requiere un nuevo modelo de gobierno para su desarrollo. Dicho gobierno, es la propuesta que se desarrolla en esta Tesis.

En resumen, la observación llevada a cabo, la evidencia observada e investigación seguidas en esta Tesis permite que se pueda proponer un nuevo modelo de gobierno, que definimos como "estratégico-tecnológico-social", que se basa en los aspectos siguientes:

- a) La creación de valor se debe producir a partir de la estrategia de la organización, no sólo para el accionista, sino también para el resto de los partícipes y agentes sociales, según la función de cada uno (Bueno, 2004). Este planteamiento se conoce en la literatura como el enfoque de los *stakeholders*, superado el enfoque financiero clásico de los *shareholders*.
- b) La empresa asume, en consecuencia, la creación de capital social a partir de la responsabilidad, compromiso y solidaridad con todos los agentes relacionados con ella (Melé, 2003), como medio de ayudar a superar los fallos del mercado.
- c) La incorporación al modelo de gobierno de todos los contratos relacionales o implícitos que se mantienen con los partícipes de la organización y basados en la confianza, lealtad y ética (Reichheld, 1993).
- d) El compromiso social de llevar a cabo un buen gobierno corporativo respecto a los agentes interesados, mediante la adopción de buenas prácticas de gobierno.
- e) El uso de la tecnología de Internet como medio de comunicación capaz de llegar a todos los agentes y dinamizar la confianza en la organización (Messner, 1999) y, en consecuencia, lograr una mayor participación del accionista en la vida social de la empresa.

Este nuevo modelo de gobierno pretende evitar los problemas creados hasta ahora y profundizar en nuevas líneas de actuación, con el fin de solucionar o superar la difícil situación creada y de recuperar la confianza de los agentes en el sistema y la identidad de las propias empresas (Maher y Anderson, 2000).

Este modelo se apoya en las corrientes que han ido marcando el llamado *movimiento de reforma*,

como se cita en la introducción del Código Olivencia (1998), en estos últimos y recientes años en relación al “buen gobierno corporativo”, materializado en unos códigos de prácticas de buen gobierno y legislación de obligado cumplimiento que recomiendan el uso de una tecnología de comunicación universal como es Internet para proporcionar confianza al mercado (Jones, 1995).

Dichos códigos, de otra parte, han sido consecuencia lógica de la construcción de un marco teórico y de unas prácticas concordantes con la época de la economía industrial, pero que ha cambiado en estos años, como consecuencia del cambio profundo en los procesos económicos derivado de la era de los intangibles” y de la Sociedad de la Información, todo lo cual ha llevado a situaciones no explicadas por aquél marco teórico y a nuevas prácticas o formas de conocer y de hacer. La economía basada en conocimiento (Bueno, 2005 y 2006; Castells, 1996 y 2003) está obligando a revisar ciertos fundamentos teóricos característicos de la economía institucional y de los enfoques contractuales de la teoría de la empresa y, en consecuencia a indagar y a investigar sobre un nuevo modelo de empresa y de su propio gobierno corporativo, tal y como señala Zingales (1998),

El planteamiento novedoso en este trabajo ha sido la consideración del impacto que la tecnología de Internet está teniendo al transformar el gobierno de las empresas, creando o incrementando la confianza del accionista. Este hecho puede resultar determinante, si tenemos en cuenta que las informaciones relacionadas con el gobierno corporativo no suelen estar sometidas a regulación en su contenido o formato de presentación, de ahí la necesidad de códigos de buenas prácticas (Wallman, 1995). En este sentido, la carencia, hasta ahora, de regulación ha supuesto que, en general, las compañías recurriesen al “informe anual” como el medio de comunicación más extendido para informar acerca de sus prácticas de gobierno corporativo (Kelly, 1983; Bujaki y McConomy, 2003).

En el inicio del siglo XXI, las tecnologías de la información y las comunicaciones están transformando el canal y los modelos de relación entre las sociedades cotizadas y cualesquiera agentes interesados en la evolución de su negocio (*stakeholders*). Así, el desarrollo de las nuevas tecnologías durante la década de los noventa ha digitalizado progresivamente el proceso de comunicación de las compañías con los inversores, si bien, no ha supuesto la sustitución del papel como el principal medio físico para que las sociedades cotizadas difundan información relacionada con la evolución de su negocio. Entre las aplicaciones tecnológicas que han contribuido a este proceso destaca el uso de las conference calls o llamadas a varias bandas (Frankel et al., 1999; Bushee et al., 2003) y la utilización de los sitios web de las compañías para difundir información corporativa.

Además, las ventajas que la tecnología de Internet aporta a la transparencia informativa de las compañías y, por tanto, a los mercados financieros, no han pasado inadvertidas para las autoridades

reguladoras de la mayor parte de países desarrollados del mundo (Kauffman, 2004). Este interés, acrecentado tras los sucesivos escándalos financieros originados a partir del caso Enron, ha supuesto la emisión de normas específicas relacionadas con el buen gobierno corporativo y con el uso de Internet como medio para difundir las prácticas empresariales en este ámbito, como se va a exponer en este trabajo. La petición de medidas concretas de protección del pequeño accionista, no es algo nuevo. En España, desde 1978 la Asociación Española para la Defensa del Pequeño Accionista (ASEPA) ha estado trabajando, con el fin de aglutinar los intereses del pequeño accionariado "popular" disperso. (López Moreno, 1978).

Los accionistas invierten su dinero en las empresas porque esperan recibir una rentabilidad superior a la que recibirían en cualquier otro tipo de inversión, es decir, confían que el comportamiento de la/s empresa/s seleccionadas será mejor que el de otras empresas o instrumentos de inversión. Esta afirmación está de acuerdo con la teoría de la elección racional, la cual argumenta que las personas interactúan con el entorno movidas por su propio interés (Stigler, 1961). Igualmente está confirmada por la investigación más reciente, la cual muestra que la confianza, como punto de partida, incrementa de forma significativa la inversión directa en el mercado de valores (Guiso, Sapienza y Zingales, 2005). Por lo tanto, en la interacción entre el inversor y las empresas objeto de la inversión, la primera relación que se establece es la de confianza. Desde este enfoque, el enfoque de confianza, es desde el que se va a realizar el trabajo.

Los estudios realizados afirman que en la construcción de la confianza intervienen diversos factores como: nombre o reputación de la empresa, reputación de su equipo directivo, entorno favorable, sector, portafolio de productos/mercados, ratios financieros y otros como la cercanía (Bueno, 2004). Estos mismos factores son explicativos del comportamiento de inversión habitual en los inversores (Osili y Paulson, 2004).

Actualmente en las empresas cotizadas, la propiedad se encuentra distribuida en muchas manos, unos actúan como inversores y otros buscan el control, ya que como demostraron en 1932 Berle y Means, la propiedad y el control se encuentran separados en las grandes empresas. La propiedad delega el control en el agente, estableciéndose una relación de agencia. Según la relación de agencia, el agente realiza algo (la gestión de la empresa) por cuenta del principal (accionista propietario), con delegación de la autoridad decisoria y el principal espera que el agente, al que confía su dinero, se comportará de forma honesta, cercana y capaz.

Los años 90 y primera mitad década del siglo XXI, han estado salpicados por escándalos financieros en las grandes empresas como ya preconizó Adam Smith (1776) cuando dijo: "los directores de la compañía son administradores de dinero ajeno y no del propio, por lo que no cabe esperar de ellos la misma diligencia que suelen poner en ella los propietarios de una sociedad". Éstos han provocado que sea necesaria la

creación de unos códigos de buena conducta (mejores prácticas) de las sociedades y sus partícipes: dirección, consejo de administración y accionistas; y sobre todo, que se favorezca las relaciones entre empresa y terceros. De entre todos los terceros que se relacionan con la empresa, principalmente los propietarios o accionistas, para fomentar la confianza perdida (Jones y Wicks, 1999).

Para el análisis de esta investigación se va a partir de la teoría de la agencia. Esta teoría concibe a la organización como una serie de relaciones contractuales entre propietarios y directivos (Oviatt, 1988; Hodge et al, 2003). Los principales contratan a directivos y empleados para producir bienes y servicios, pero debido a una variedad de factores, éstos pueden realizar unas actividades que no siempre llevan a maximizar la riqueza de los propietarios. La discrepancia de intereses entre directivos y propietarios se manifiesta a través de diversas posibilidades de actuación de los directivos en perjuicio de los principales. Puesto que el principal lo sabe el control de estas actividades generan los denominados costes de agencia (Arruñada, 1988).

Seguidamente se analizará el papel de los códigos de buen gobierno, los cuales pretenden formular una serie de principios que aseguren la transparencia de las organizaciones que den cuenta de cómo se lleva la gestión y de cómo se alcanzan los resultados dentro de las sociedades donde existe una importante separación entre propiedad y gestión. Siguiendo a Bueno (2002), se puede afirmar que un código de buen gobierno debe recoger los principios de garantizar un control eficaz de la dirección por parte del consejo de administración, una mayor transparencia y la responsabilidad del consejo hacia la empresa y hacia sus accionistas, lo cual reduce los costes de agencia

Finalmente, se estudiará el papel de la tecnología de Internet para producir confianza en los principales, mediante el establecimiento de adecuadas herramientas de comunicación que permita a éstos participar en el control y gobierno de la empresa.

Puesto que, los accionistas tienen recogidas en las diferentes legislaciones unos derechos de propiedad que sirven como mecanismos de control. El uso de la tecnología de Internet para ejercitar esos derechos permite asimismo reducir los costes de agencia y fomentar la confianza en la empresa.

### **1.3.1 Los códigos de buen gobierno y el gobierno corporativo electrónico**

En los últimos años se han producido un gran número de debates en los que el tema central ha sido la proliferación de lo que se denomina “códigos de buen gobierno”, es decir, el conjunto de dispositivos, mecanismos y estructuras que determinan la forma en que la compañía se dirige y controla. Y cuya existencia conduce a la obtención de los mayores estándares de responsabilidad de la dirección, rendición de cuentas a los accionistas y creación de riqueza.

La importancia del tema para las empresas y el mercado de capitales ha llevado a que en la mayoría de los países se hayan promulgado códigos en los que se establecen reglas y recomendaciones de lo que debe entenderse por ese buen gobierno (Babío Arcay y Muiño Vazquez, 2000).

El primer precedente de las recomendaciones sobre buen gobierno hay que buscarlo en Estados Unidos donde en 1978 el American Law Institute redactó un borrador del documento denominado Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations. En Europa, la preocupación por los códigos de buen gobierno comienza en el Reino Unido donde, en 1991, la Bolsa de Londres crea el comité Cadbury. Este publica sus recomendaciones y su código en el llamado “Informe Cadbury”, en diciembre de 1992. Se trata de un código voluntario, aunque las empresas que cotizan en la Bolsa de Londres tienen la obligación de hacer referencia al cumplimiento o no de sus recomendaciones en sus informes anuales. En el caso de incumplimiento, y dentro del contexto de la Junta general de accionistas, deben dar cuenta de los motivos. Al comité Cadbury siguió el comité Greenbury sobre remuneración de consejeros y ejecutivos y, más recientemente, en 1998 el informe Hampel, con la intención de refundir los dos anteriores.

A partir de los códigos ingleses, casi todos los mercados organizados han promovido sus propios códigos de buen gobierno. Sin ánimo de ser exhaustivos, seguidamente se mencionan algunos de los principales: en Australia los Corporate Governance Statements by Major ASX Listed Companies (1995); en Bélgica el informe Cardon (1998) y el de la Federation of Belgian Enterprises (1998); en Canadá el informe Toronto (1994); en Francia los informes Vienot I (1995), Vienot II (1999) y las Recommendations on Corporate Governance (1999); en Alemania el Drittes Finanzmarktförderungsgesetz (1998) y las Corporate Governance Rules for German Quoted Companies (2000); en Hong Kong el Code of Best Practice (1999); en Italia el Code of Conduct (1999); en Japón el informe Interim Corporate Governance Principles (1997); en la OCDE los Principles of Corporate Governance (1999); en el resto de Europa las CEPS Recommendations (1995) y el

EASDAQ Rule Book (1996); en México el Código de las Mejores Prácticas Corporativas (1999); en Portugal las Recommendations on Corporate Governance (2000); en el Reino Unido, aparte de los mencionados, también tenemos el Combined Code (1998) y la Company Law Reform (2000); y en los Estados Unidos la Business Round Table (1997). España también ha promulgado tres códigos de buen gobierno: el código Olivencia (1998), el Informe Aldama (2003) y el Código Unificado (2006).

Los diferentes códigos reconocen, como ingredientes básicos del gobierno de la sociedad: el control de los directivos por parte del consejo, la composición, funcionamiento y tamaño del consejo y sus comisiones y el suministro de amplia información al mercado acerca de sus actividades y resultados como medio para alcanzar mayor transparencia y mayor eficacia en las labores de supervisión y control que tiene encomendadas y un incremento del valor para el accionista (Hoogendoorn, 2000).

Los códigos de buen gobierno recogen recomendaciones que permiten a las empresas fijar normas relativas a la supervisión de los directivos y a la rendición de cuentas a los accionistas, reduciendo, así, las asimetrías de información que permitirían a los directivos de la empresa tomar ventajas de su posición a costa de los intereses de los accionistas (Betcht, 2000). Por lo que se puede decir que los códigos de buen gobierno actúan como un elemento de control que reduce los costes de agencia.

Como resumen, se puede asegurar que en la práctica totalidad de los códigos se incluyen disposiciones que resaltan la importancia de la transparencia informativa para un buen sistema de gobierno, asumiendo que una buena política de difusión de información contribuye a proteger los intereses de los accionistas y otras partes interesadas, al permitirles ejercer un adecuado grado de control sobre los directivos. En esta línea, el código Olivencia, propone en la recomendación 19 que: "El consejo de Administración, más allá de las exigencias impuestas por la normativa vigente, se responsabilice de suministrar a los mercados información rápida, precisa y fiable".

### **1.3.2 Situación actual del uso de la tecnología de Internet en el gobierno corporativo**

En el inicio del siglo XXI, las tecnologías de la información y las comunicaciones, y en especial Internet, están alterando el medio y los modelos de comunicación entre sociedades cotizadas e inversores. Es por ello, que el gobierno corporativo no puede permanecer al margen de este proceso y, en cualquiera de sus vertientes, debe incorporar la tecnología en su propio desarrollo (Tan y Thoen, 2001).

Por otro lado, la recuperación de la confianza de los inversores se ha convertido en un objetivo prioritario para los organismos supervisores de los mercados financieros de todo el mundo, impulsando

reformas legislativas que incorporan medidas cautelares para reforzar la transparencia informativa de las sociedades cotizadas. Así, en Estados Unidos las referencias normativas a la importancia de la tecnología y en especial de Internet para el gobierno corporativo, se recogen en la Sarbanes-Oxley Act de 2002, en cuya sección 409 establece la obligación de que las compañías informen en tiempo real de aquella información que consideren que afecta significativamente a su posición financiera y económica. Asimismo, la sección 403 obliga a informar a través de la página web de las transacciones accionariales que se produzcan entre los directivos y los principales accionistas de la sociedad. Por otra parte, la SEC (2002) emitió una norma en la que estableció que las compañías deben facilitar a través de su sitio web diversos informes (Form 10-Q, Form 10-K, Form 8-K) para general conocimiento de los *stakeholders*. La normativa societaria, en particular de los Estados, ha ido más allá en la incorporación de las tecnologías. Notoria es la General Corporation Law del Estado de Delaware de 2002, que ya ha sido seguida por otros Estados. Según esta ley, y si el consejo de dirección (board of directors) lo autoriza, los accionistas y sus representantes, que no estén físicamente presentes en la Junta General de accionistas, podrán a través de medios de comunicación electrónicos participar en ésta y ser considerados como presentes y votar en la Junta. Tanto si la misma tiene lugar en un lugar determinado, como si únicamente se realiza a través de Internet. Para ello la empresa debe cumplir tres condiciones: 1) establecer medidas de verificación que garanticen que la persona que va a votar es un accionista o un representante de un accionista; 2) poner los medios para que los accionistas participen en la Junta y puedan votar los puntos sometidos a la asamblea, siguiendo el debate; 3) si algún accionista vota o tiene otra intervención a través de los medios de comunicación electrónicos, la sociedad deberá conservar un registro de dicho voto o intervención.

Por lo que respecta al ámbito general de la Unión Europea, la normativa sobre el gobierno corporativo electrónico está en pleno desarrollo y regulando aspectos no contemplados explícitamente en la legislación de los Estados Unidos. El origen de esta corriente hay que atribuírselo al conocido como "Informe Winter", publicado en noviembre de 2002 entre cuyas recomendaciones, para la modernización del derecho de sociedades en Europa, se contemplan diversas propuestas basadas en el uso de la tecnología de Internet. De dicho informe, destacan las recomendaciones acerca de la conveniencia de que las sociedades cotizadas deberían estar obligadas a mantener y actualizar continuamente, una sección de información sobre la sociedad en sus sitios web y contar con enlaces a los registros públicos y a otras autoridades pertinentes. Asimismo, también se considera conveniente que las sociedades cotizadas ofrezcan a todos los accionistas mecanismos que les permitan ejercer el derecho a voto, y participar en las Juntas generales sin estar presentes y a través de medios electrónicos.

Sin abandonar el contexto europeo, en marzo de 2003 se hizo pública la propuesta de Directiva, que modifica a la Directiva 2001/34, para armonizar los requisitos de transparencia en relación a aquellas

sociedades emisoras cuyos valores sean admitidos a negociación en un mercado regulado de la Unión Europea. En este texto, se considera prioritario que este tipo de sociedades utilicen su página web para mejorar y facilitar el flujo informativo a los accionistas e inversores potenciales de otros estados miembros (artículo 17). Así, los Estados miembros de acogida donde se negocian los valores de un emisor no podrían imponer su propia política, sino que tendrían que permitir que el emisor se sirva de su sitio Internet, dotado de un sistema eficaz de alerta electrónica cuyos detalles serían fijados más adelante mediante normas de aplicación.

Además, la Comisión Europea deberá, en particular, especificar las normas mínimas para la difusión de información regulada a través de los sitios de Internet de los emisores, así como para los diversos tipos de información regulada, las condiciones y plazos según los cuales debe mantenerse a disposición del público la información regulada publicada. La propuesta también prevé, en su caso, que la Comisión podrá especificar y actualizar una lista de medios para la difusión de la información al público. De especial relevancia es la inclusión en el artículo 18 de la obligación para que los estados miembros de establecer directrices para la creación de una red electrónica, al estilo del sistema EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system) de la SEC, para el depósito e intercambio de información financiera entre los reguladores de los mercados de capitales europeos ya vigente en Estados Unidos desde 1992. Adicionalmente, el Informe Winter también avanza en otros asuntos societarios, aunque de forma superficial, como la publicación en la web del orden del día, de la información de gestión, de las notas explicativas y circulares; así como de admitir el voto electrónico, la transmisión y la participación en la Junta General de accionistas por medios electrónicos.

No obstante, y además de las iniciativas planteadas a nivel comunitario, los estados miembros de la Unión Europea también están desarrollando distintas actuaciones en materia de gobierno corporativo electrónico. En este sentido, destacan el informe del Parlamento británico sobre la Modernising Company Law publicado en julio de 2002, el código alemán de gobierno corporativo de 2003 impulsado por el Gobierno Federal y, en especial, la Ley para reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas españolas, publicada en julio de 2003. El caso de España resulta especialmente interesante por la rapidez y extensión con la que el legislador ha regulado cuestiones vinculadas con el gobierno corporativo y el uso de la tecnología de Internet como herramienta para mejorar la transparencia informativa de las compañías cotizadas, tratándose de un país pionero en la incorporación del gobierno corporativo electrónico al ámbito normativo.

En origen el cambio normativo en España ha estado vinculado por las recomendaciones contenidas en el denominado "Informe Aldama", publicado el 8 de enero de 2003. Este Informe, en buena parte

coincidente con las recomendaciones del Informe Winter, también considera fundamental el uso de Internet para cumplir adecuadamente y de forma regular con el deber de informar que tienen las empresas cotizadas. Este informe incluso llega más lejos, al establecer en su apartado 2b, los contenidos mínimos que dicha web debería incluir.

La transposición al ámbito normativo del Informe Aldama se produjo mediante la Ley 26/2003, de 17 de julio. Entre las cuestiones que incorpora esta norma destaca la obligatoriedad de que las sociedades cotizadas elaboren anualmente un informe de gobierno corporativo que deberá contener información relacionada con: i) la estructura de propiedad de la sociedad (publicidad de participaciones significativas, operaciones vinculadas con accionistas de referencia, medidas de blindaje); ii) la estructura de la administración de la sociedad (composición y reglas de organización y funcionamiento del consejo, participación de sus miembros en el capital, remuneración, funciones y cargos de los consejeros, figura del presidente, procedimientos de selección, remoción y reelección, consejeros independientes, comisión de auditoría); iii) la implantación de sistemas de control del riesgo; y, iv) al funcionamiento de la Junta General (reglas de funcionamiento, participación de los accionistas, delegación de voto, votaciones transfronterizas).

En lo referente al uso de Internet para la mejora del gobierno corporativo, la Ley 26/2003 incorpora dos aspectos muy relevantes para el desarrollo del gobierno corporativo electrónico:

- a) En primer lugar, la Ley admite, para todo tipo de sociedades, que el voto de las propuestas de la Junta general de accionistas podrá delegarse o ejercitarse mediante correspondencia postal o electrónica, siendo en todo caso dichos votos tenidos en cuenta a efectos de constitución de la Junta como presentes.
- b) En segundo lugar, la Ley (artículo 117.2) reconoce la obligatoriedad de que las sociedades cotizadas dispongan de una página web a través de la cual informar sobre la sociedad a los accionistas e inversores en general. Los contenidos de la web regulados por la Orden ECO/3722/2003 del Ministerio de Economía y la Circular 1/2004 de la CNMV<sup>11</sup>, son los siguientes: i) los estatutos sociales; ii) el reglamento de la Junta General y del Consejo de Administración (y, en su caso, de las Comisiones que lo conformen); iii) el informe anual; iv) los informes de gobierno corporativo; v) los documentos relativos a las Juntas Generales (incluida la información sobre su desarrollo); vi) los cauces de comunicación existentes entre la sociedad y los accionistas; vii) los medios y procedimientos para conferir representación en la Junta General y para ejercer el voto a distancia; y, viii) los hechos relevantes. Conviene matizar que la norma responsabiliza a los administradores del mantenimiento actualizado de la web de la sociedad y de coordinar su contenido con el que resulte de los documentos depositados e inscritos en registros públicos.

En la tabla 1.1 se presenta un resumen con la situación actual existente en materia de Códigos de Buen Gobierno, legislación y tecnología en los principales países europeos. En el anexo uno se recoge la situación detallada seguida por los principales países europeos, donde se presentan los datos por país: código o legislación, ámbito de aplicación, carácter y aplicación de la tecnología de Internet.

**Tabla 1.1 Resumen de la situación actual existente en materia de códigos de buen gobierno, legislación y tecnología en los principales países europeos.**

País	Código o Legislación	Aplicación de la tecnología
Alemania	código Gobierno Corporativo de 2003 hecho Ley en el 2005 para las sociedades cotizadas	<p>Rige en general el principio de permitir y no imponer.</p> <p>Convocatoria de la Junta General de Accionistas:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Obliga a la publicación en el diario oficial, en el formato electrónico de acceso libre (Bundezeiger).</li> <li>▪ Permite la publicación en la web.</li> <li>▪ Permite la comunicación mediante correo electrónico.</li> </ul> <p>Contrapropuestas al orden del día enviadas por los accionistas:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Permite su recepción por correo electrónico.</li> <li>▪ Permite hacerlas accesibles en la web, sustituyéndolas por su envío a los accionistas.</li> </ul> <p>Participación en la Junta:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Representación electrónica.</li> </ul> <p>Se permiten las instrucciones de voto online.</p>
España	<p>Ley de Transparencia (Ley 26/2003) obligatorio para las sociedades cotizadas</p> <p>Código Conthe (mayo 2006), obligatorio para las cotizadas rige el principio (copy or explain)</p>	<p>Obliga a tener en la página web de la sociedad un apartado diferenciado de "Información a los inversores y accionistas" de los hechos todos los hechos económicos y hechos significativos que se produzcan en relación con la sociedad incluidos los que tienen que ver con los derechos societarios.</p> <p>Se recomienda la creación de un Foro Electrónico de Accionistas para facilitar que los accionistas y las agrupaciones de accionistas puedan invitar a otros accionistas a adherirse, con carácter previo a la Junta General de Accionistas, a las propuestas que tengan intención de formular, o a otorgarles su representación.</p> <p>Las sociedades deben hacer pública a través de su página web, y mantengan actualizada, información sobre sus consejeros.</p>

---/---

Tabla 1.1 Resumen de la situación actual existente en materia de códigos de buen gobierno, legislación y tecnología en los principales países europeos (cont).

País	Código o Legislación	Aplicación de la tecnología
Francia	Decreto 3 de mayo de 2002 obligatorio para las cotizadas	Sustitución de las comunicaciones de la Junta de Accionistas de medios escritos por mensajes de correo electrónico, siempre que se recoja por escrito la conformidad de los accionistas interesados en la recepción del correo electrónico. En cuanto a la participación en Junta se permite el otorgamiento de representación y el voto. Adicionalmente se permite la participación virtual o ciberparticipación en Junta.
Italia	Leg 6/2003 (en vigor desde enero del 2004), obligatorio para las sociedades anónimas	Permite que los estatutos de las sociedades anónimas, admitan la participación en Junta por medios de telecomunicación. Permite reemplazar la convocatoria en la Gaceta Oficial o en un nuevo diario, por una comunicación individual por correo electrónico siempre que el medio utilizado acredite la recepción de la convocatoria al menos ocho días antes de la Junta.
Reino Unido	Informe Steering Group (julio 2001), recomendado a todas las empresas  Modernising Company Law (julio de 2002), obligatorio para las cotizadas	Se recomienda que se permita: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ El otorgamiento de representación por medios electrónicos.</li> <li>▪ La celebración de la Junta en varios lugares interconectados.</li> <li>▪ El voto electrónico.</li> </ul> Se prescribe la forma en que deben enviarse documentos y comunicaciones. Admite como dirección, la dirección electrónica y regula el uso de páginas web como medio para hacer públicas ciertas informaciones.

(Fuente: elaboración propia).

## 1.4 *Objetivos de la investigación*

En el contexto descrito, el objetivo fundamental de este trabajo consiste en analizar como la adopción de las prácticas de buen gobierno y el uso de la tecnología de Internet en dichas prácticas, permite incrementar la confianza, tal y como se recomienda en los códigos de buen gobierno y en la legislación vigente, en las sociedades cotizadas en el mercado continuo español. El interés por el mercado de capitales español se debe al reciente y avanzado desarrollo normativo que este país tiene, como consecuencia de la rápida adaptación que ha realizado a las recomendaciones efectuadas sobre buen gobierno, tanto por la Comisión Europea como a nivel internacional.

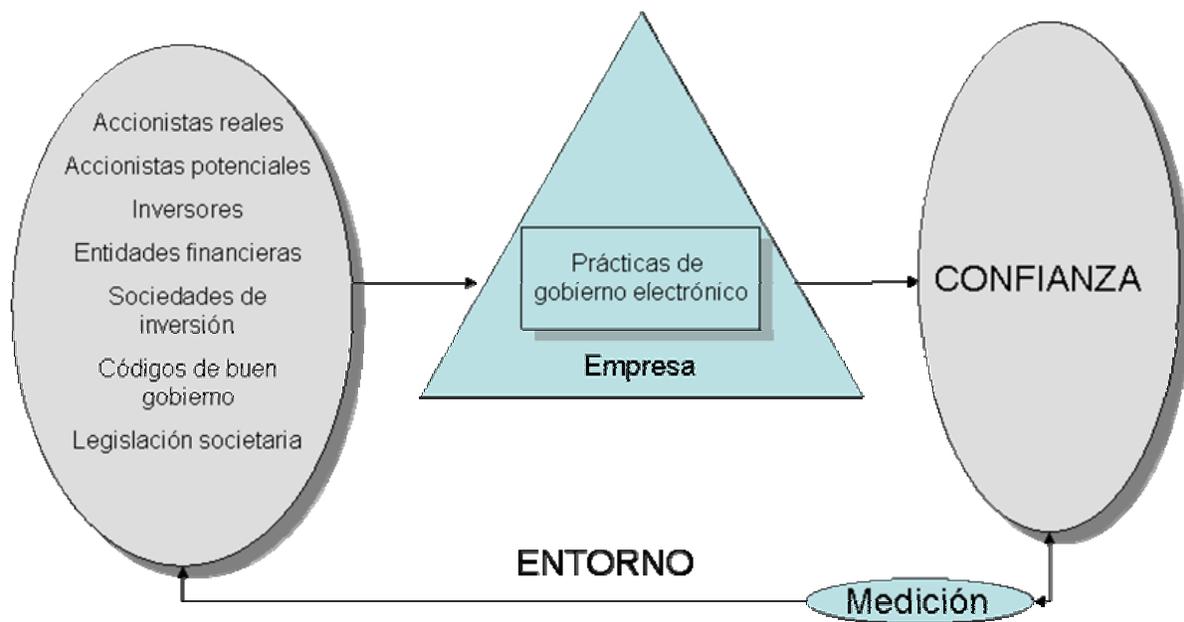
Las organizaciones tienen un conjunto de terceros con interés en su actividad, este hecho ha dado lugar a dos enfoques teóricos diferenciados, el enfoque shareholder o enfoque de los accionistas y enfoque stakeholder o enfoque global. Milton Friedman (1962) encarna el "enfoque shareholder" que se resume en dos principios: 1) el único público al que la empresa debe rendir cuentas es a sus accionistas; y 2) el único objetivo que debe buscar la empresa es la maximización del beneficio o valor de la empresa. En 1970, este autor afirmó que, en un mercado de libre competencia, la única responsabilidad de la empresa es maximizar el beneficio, con el único límite de la ley y de las costumbres mercantiles. Así mismo, añadió que "cualquier gestor que ponga los intereses de otros colectivos por encima de los de los accionistas estaría practicando el socialismo puro y duro". Por el contrario el "enfoque stakeholder" engloba a la totalidad de grupos que tienen interés en la empresa que ésta tiene que equilibrar en su propio beneficio (Freeman, 1984). Estos grupos estarían constituidos por los accionistas, los empleados, los proveedores tanto de capital financiero como de bienes y servicios, el estado y la sociedad en su conjunto.

De acuerdo con la concepción actual de empresa según la teoría de sistemas, la empresa actúa como un sistema abierto y adaptativo (López Moreno, 2006). Relacionando unas entradas y salidas o transformando unos inputs en unos outputs, los cuales serán los objetivos perseguidos por el sistema. Sistema que para cumplir con esos requisitos, requiere de un control y posterior regulación del proceso. En esas entradas y salidas integradas en el entorno actúa el agente económico empresa (Bueno, 1974; Bueno, 1996, Bueno y Valero, 1985, Bueno y Morcillo, 1993).

Un sistema es un conjunto de elementos relacionados entre si que representan un conjunto de inputs y de outputs que se explican a través de un determinado proceso de transformación planificado y observable por medio de los estados del sistema (Bueno, 2005).

De esta forma el modelo de gobierno estratégico-tecnológico-social que queremos plantear, se comporta como un sistema, como se muestra en la figura 1.2. La empresa adopta el comportamiento de un sistema abierto, relacionando unas entradas compuestas por todos los grupos de interés de la empresa con la salida objeto de nuestro estudio, la confianza en el sistema. Para conseguir el objetivo perseguido, la empresa deberá aplicar unas prácticas de gobierno electrónico recomendadas por los códigos de buen gobierno, que permitan un control de las actividades llevadas a cabo por los directivos en la empresa y medir la reacción del entorno por medio de generar información que permita corregir las desviaciones sobre el objetivo marcado y replanificar el proceso transformador (Bueno et al., 2002; Bueno 2005).

Figura 1.2 El gobierno corporativo como sistema.



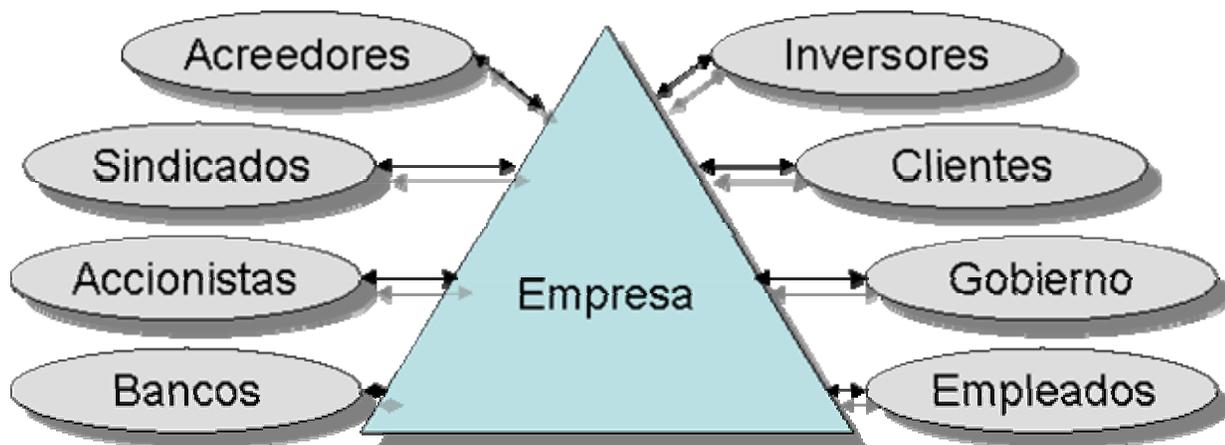
(Fuente: elaboración propia).

El "enfoque stakeholder" revela la importancia que el conocimiento sobre las empresas actuales tiene para motivar a los diferentes partícipes de acuerdo a sus necesidades (Grandori, 2004). La diversidad de *stakeholders* que se relacionan con la empresa (ver figura 1.3), realizan inversiones específicas en la firma y por tanto asumen riesgos. De ahí la importancia de entender la organización empresarial como una red de conocimientos y recursos críticos complementarios e interrelacionados, unidos por contratos relacionales basados en la confianza (Rodríguez Fernández, 2003). Pero de todos los *stakeholders*, los pequeños accionistas siempre han sido los más desprotegidos, pues otros grupos como los proveedores y empleados están protegidos por la legislación incluso en caso de insolvencia definitiva y los grandes accionistas por el

control o dominio que ejercitan (Marcella, 1999). La Porta demostró que la protección del inversor es una variable clave a la hora de explicar las diferencias entre los sistemas de gobierno de las empresas y su comportamiento (La Porta et al., 2000). La protección del inversor y el marco legal e institucional de un país tiene importantes consecuencias tanto para el desarrollo de los mercados como para el crecimiento de la empresa. Los códigos de buen gobierno funcionan como un mecanismo de control mediante el establecimiento de pautas de conducta ética y transparente en la relación entre los accionistas y la empresa, pero se necesita un canal de comunicación para que esa transparencia sea percibida y se desarrolle la confianza, especialmente por los pequeños accionistas.

Cada uno de los colectivos que se relacionan con la empresa tiene diferentes puntos de vista, perspectivas y requerimientos de la empresa que puede ver materializados en su totalidad o en parte a través de Internet (ver tabla 1.2), pero todos esperan obtener confianza en la empresa (Shankar et al, 2002). Se entiende la confianza que la empresa puede proporcionar a través de Internet como la medición de las actividades que la empresa realiza utilizando esta tecnología (Degeratu et al., 2000, Novak et al, 2000).

Figura 1.3 Relaciones de la empresa con múltiples partícipes: enfoque stakeholder.



(Fuente: elaboración propia).

Desde la aparición del primer código de buen gobierno en España en 1998, el código Olivencia, se ha incrementado la confianza en las empresas cotizadas. La tecnología de Internet proporciona mecanismos que permiten desarrollar una relación de confianza entre empresa y terceros, con herramientas como: la página web, la página web del inversor y accionista, la Junta de accionistas virtual y el voto electrónico.

Tabla 1.2 Perspectivas de confianza de cada stakeholder a través de Internet.

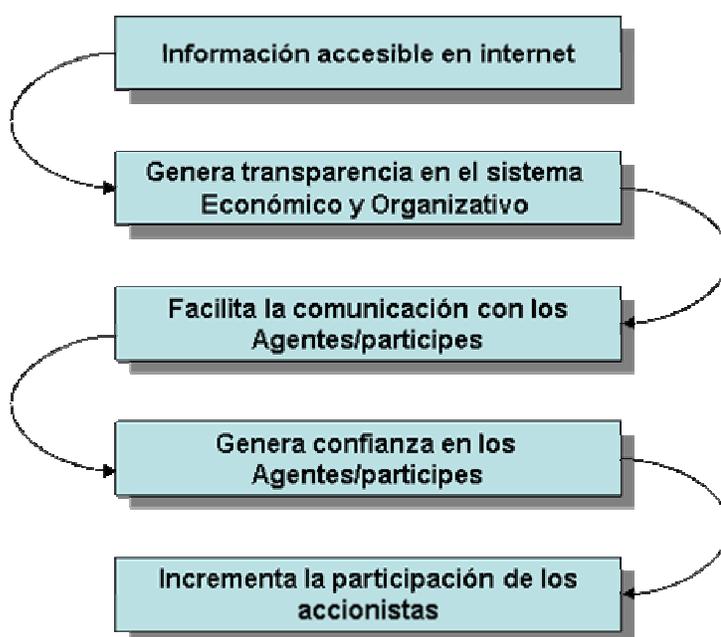
<p>Accionistas e inversores</p>	<p>Información exacta y a tiempo sobre la empresa y sus resultados</p> <p>Transparencia en la dirección de la empresa y sus órganos de gobierno</p> <p>Credibilidad</p> <p>Compromiso social</p>
<p>Clientes</p>	<p>Servicio al cliente</p> <p>Información exacta y actual</p> <p>Honradez en los negocios</p> <p>Seguridad en las transacciones</p> <p>Privacidad con los datos personales</p>
<p>Empleados/Sindicatos</p>	<p>Credibilidad</p> <p>Compromiso con los empleados</p> <p>Posibilidad de comunicación y negociación con la dirección</p>
<p>Proveedores/Acreedores</p>	<p>Información real y precisa</p> <p>Compromiso de la empresa</p> <p>Cumplimiento de sus acuerdos</p>
<p>Gobierno</p>	<p>Cumplimiento de la ley</p> <p>Información de incidencias que pudieran afectar a la empresa</p>
<p>Sociedad</p>	<p>Compromiso con la sociedad, comunidad donde se encuentra, medioambiente y respeto a los derechos humanos</p>

(Fuente: elaboración propia a partir de Shankar et, al 2002)

La mayoría de los estudios realizados bajo este marco conceptual, se han enfocado en el análisis de la confianza proporcionada a los clientes a través de Internet, tanto en el ámbito internacional (Deighloii, 1997; Dayal et al., 1999; Jarvenpaa et al., 1999; Cheskin/Sapient Report, 1999; Smith et al., 2000; Urban et al., 2000; Jarvenpaa et al., 2000; Schneiderman, 2000; Palmer et al., 2000; Lee y Turban, 2001; Pan et al., 2001; Fogg et al., 2001; Lynch et al., 2001; Yoon, 2002; Sultan et al., 2002; Shankar et al., 2002; Pan et al., 2002; Mahmood et al, 2004), como nacional (Jiménez y Marín, 2002; Flavián et, al, 2006).

Esta investigación se enfoca desde el punto de vista de los accionistas. Pretende demostrar mediante una investigación exploratoria con una metodología principalmente cuantitativa, que el buen gobierno corporativo se explica por la teoría de la agencia y la teoría de los costes de transacción, la aplicación de los códigos de buen gobierno y responder a las preguntas que derivan de entender la tecnología de Internet como generadora de confianza en el desarrollo del buen gobierno corporativo a partir de las siguientes proposiciones en cascada (ver Figura 1.4):

Figura 1.4. Desarrollo del buen gobierno corporativo a través de Internet.



(Fuente: elaboración propia).

Estas proposiciones responden al modelo de comportamiento organizacional propuesto y a los modelos de análisis según el marco teórico de referencia. Se analizará si la variación en estas variables en el periodo 2004-2006 ha contribuido a la mejora de la confianza en la empresa cotizada en España, y si es así, que empresas son las mas medios utilizan a través de Internet para generar esa confianza.

El modelo de gobierno que propone la Tesis (figura 1.5), a partir del enfoque sistémico de la organización visto anteriormente (ver figura 1.1), resulta del análisis de los enfoque principales en teoría de la organización sobre el modelo de gobierno de la organización:

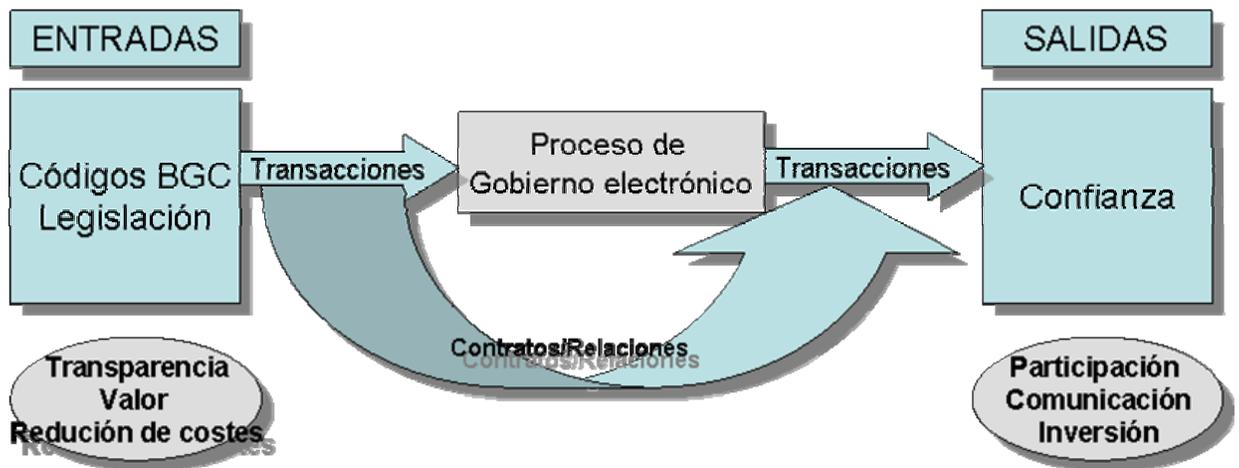
Primero desde el análisis del modelo tradicional de gobierno de la empresa "financiero mercantil" o "enfoque shareholder", criticado por Zingales (2000) y Bueno (2004), y pasar por el propuesto por éste como modelo "estratégico-social" basado en Zingales y otros.

Segundo, para justificar esta evolución hay que analizar los cambios de rasgos caracterizadores en el comportamiento de la organización y del mercado (entorno) (Grandori, 2004; Foss, 2005), debido a la adopción de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno.

Tercero, ello lleva aparejado un nuevo modelo de gobierno de la empresa, no de empresa. Un nuevo gobierno que utiliza la tecnología de Internet para la comunicación con los *stakeholders* y para el ejercicio de los derechos sociales de los *shareholders*.

En consecuencia, la Tesis propone un modelo de gobierno "estratégico-tecnológico-social", como se muestra en la figura 1.5.

Figura 1.5 Modelo de gobierno estratégico-tecnológico-social.



(Fuente: elaboración propia).

Esta investigación pretende demostrar a partir de la definición del modelo, que los accionistas gracias a este modelo de gobierno han podido incrementar su confianza en las empresas de las que son propietarios. El incremento de la confianza ha dado como resultado que se produzca mayor capitalización, comunicación y participación entre los accionistas y las empresas.

Como se ha puesto de manifiesto, existe un número creciente de aportaciones que han puesto de relieve la importancia de Internet como canal de comunicación entre las compañías y los inversores. En general, la mayor parte de trabajos relativos a Internet y los accionistas, se han centrado en analizar el uso de Internet como medio para divulgar información financiera, tanto desde una perspectiva nacional (Ashbaugh et al., 1999; Craven y Marston, 1999; Pirchegger y Wagenhofer, 1999; FASB, 2000 y 2001; Larrán y Giner, 2002; Marston y Poley, 2004); como internacional (IASC, 1999; Deller et al., 1999; Bonsón y Escobar, 2002; Debreceeny et al., 2002; Allam y Lymer, 2003; Xiao et al, 2004). Asimismo, también se han iniciado investigaciones con el fin de examinar el uso de Internet como medio para difundir información no contemplada explícitamente en los estados financieros de la compañía, como por ejemplo la información sobre intangibles (Gandía, 2003).

Como es conocido, Internet ofrece múltiples posibilidades para que las compañías divulguen más y mejor información financiera, a un coste razonable y dirigida a una audiencia numerosa y geográficamente dispersa. No obstante, y aunque la irrupción de Internet coincide en el tiempo con la necesidad de mejorar el modelo de divulgación de la información empresarial, los expertos no parecen ponerse de acuerdo respecto al impacto real que esta tecnología va a tener sobre su estructura, cantidad y formato de presentación (Xiao et al., 2002; Jones y Xiao, 2003).

En el caso particular del gobierno corporativo, Internet pone a disposición de las compañías múltiples posibilidades para mejorar su imagen (Kilduff y Krackhardt, 1984) y, sobre todo, para facilitar la implicación de los accionistas en el control y en las prácticas efectivas de buen gobierno. No obstante, ello depende del compromiso real que tengan la compañía y sus accionistas en el desarrollo de un entorno digitalizado que facilite el diálogo y la comunicación entre ambos y que contribuya a fidelizar a los inversores.

Así, se puede considerar que estamos en el inicio del que podríamos denominar "gobierno corporativo electrónico", base del modelo de gobierno "estratégico-tecnológico-social" que se propone, cuya aplicación y desarrollo puede plantear, entre otras, las siguientes ventajas:

- a) Facilita la comunicación entre sociedades e inversores (especialmente, sus accionistas). La web de la compañía puede utilizarse como un canal de información para que los accionistas, y los terceros interesados en general, puedan acceder a todo tipo de informaciones relacionadas con el devenir del negocio. Además, la empresa puede establecer servicios de alerta que puntualmente faciliten información a los accionistas que se suscriban, así como crear perfiles específicos en función de los intereses y del grado de conocimiento que tengan. Puesto que en la comunicación esta implícita una acción bidireccional, esto significa que los accionistas y terceros podrán comunicar con la empresa cuando deseen conocer algo de su situación actual o futura (Jones, 1995). Para ello, la empresa

puede poner a disposición de cualquier interesado en su página web un formulario o un correo electrónico de petición de información. De aquí que se pueda formular la primera proposición general para su posterior estudio:

- **Proposición general 1: El gobierno corporativo electrónico proporciona confianza en la empresa.**

b) En consecuencia, parece deducirse que reduce los costes de transacción e incrementa la oportunidad de la información corporativa (Lymer, 1998; Williamson, 2005). El derecho de información del accionista, obliga a que las empresas pongan a su disposición una serie de datos con carácter previo a la celebración de las Juntas de accionistas. La web de la compañía es un medio idóneo para que dicha información sea accesible a todos los accionistas de forma rápida, barata y universal (Winter et al, 2003). Como consecuencia, fomenta la participación de los accionistas en la vida social de la compañía. A través de Internet las sociedades pueden desarrollar Juntas generales por vía telemática, eliminando entre otras, las barreras geográficas que dificultan o impiden la asistencia, en lo que se puede llamar Juntas virtuales. Además, permite una mayor participación de los accionistas en las decisiones de la empresa mediante el voto electrónico. Estas afirmaciones nos lleva a formular la siguiente proposición general:

- **Proposición general 2: el gobierno corporativo electrónico se relaciona positivamente con la participación de la vida social de la empresa**

c) Democratiza el acceso a la información corporativa. Existe un riesgo evidente y continuo de que las sociedades cotizadas suministren información de forma desigual entre los agentes interesados. Ello pone en peligro el principio de transparencia y equidad informativa, necesario para una correcta formación de los precios de mercado de las acciones y un comportamiento eficiente de los mismos. Cuando existe el problema del free rider (Grossman y Hart, 1986), que se analizará en el segundo capítulo, los accionistas no tendrán incentivos para supervisar la acción directiva. En términos de confianza, una política de divulgación activa usando el canal de comunicación de Internet por parte de la empresa puede contribuir a reducir el problema del free rider e incrementar la confianza del accionista en la empresa, especialmente cuando las empresas cotizan en mercados capitales globales (Gandía y Andrés, 2005). De lo que se deduce la tercera proposición general:

- **Proposición general 3: La confianza proporcionada por la empresa a través de Internet se relaciona con su capitalización.**

d) La visibilidad pública indica en qué medida las actividades de una organización son conocidas por las personas ajenas, pero interesadas, a la misma (Healy y Palepu, 2001). Esas actividades pueden observarse directamente, mediante la tecnología de Internet. La importancia de la visibilidad pública consiste en que somete a las actividades empresarias al examen, a discusión y al juicio público. La visibilidad es diferente a la idea de imagen, mencionada a menudo en las relaciones públicas. La imagen pública se refiere a lo que la gente piensa de los actos de una organización, mientras que la visibilidad alude al grado en que dichos actos son conocidos (Chamberlain, 1968). Los análisis empíricos demuestran que las empresas no sólo utilizan Internet para proporcionar información financiera obligatoria o voluntaria, sino que cada vez más se utiliza para dar a conocer la totalidad de las actividades realizadas por la empresa, incluidos sus actos de gobierno (Healy y Palepu, 2001). Como consecuencia, cuando las empresas son más conocidas proporcionan más confianza. Un estudio realizado sobre la estrategia social de las grandes empresas ubicadas en México demostró que un 87,5% de las empresas analizadas utilizaban Internet para hacer visible sus programas sociales, 9,5 puntos por encima de los medios de comunicación tradicionales (Husted y Salazar, 2005). Esto nos lleva a plantear la siguiente proposición general derivada de las anteriormente propuestas:

- **Proposición general 4: el gobierno corporativo electrónico proporciona mayor visibilidad a la empresa.**

Como queda patente, un esquema digitalizado de comunicación, presenta indudables ventajas para incrementar y facilitar el flujo informativo hacia los inversores, evitando los efectos nocivos de la divulgación de información selectiva. Además, la evidencia empírica ha constatado la valoración positiva que el mercado realiza para aquellas empresas que aplican las mejores prácticas de buen gobierno. En consecuencia, comunicar rápida, ordenada y verazmente la asunción de prácticas de buen gobierno corporativo y los hechos relevantes de la compañía, mejora la imagen y aportaría credibilidad a las decisiones que toman las sociedades. Ni que decir tiene que la consecución de las ventajas descritas, está sometida a diversas restricciones. Entre ellas resultan evidentes las de tipo técnico (Steinfeld et al., 2002): infraestructura informática, contratación de servicios web, seguridad e integridad del sistema; las de índole legal: poco reconocimiento explícito en la legislación societaria y bursátil, efectos sobre la responsabilidad de los administradores, consecuencias jurídicas a nivel transnacional y, especialmente, las de tipo estratégico: compromiso real con la transparencia al margen de acontecimientos o situaciones puntualmente favorables o desfavorables.

En definitiva, el gobierno corporativo electrónico debe entenderse como la integración de la tecnología de Internet, en el proceso decisorio propio de los órganos de gobierno de la empresa. Y todo ello con el fin de facilitar la aplicación de prácticas de buen gobierno que contribuyan a incrementar la transparencia informativa de la sociedad, generando con ello valor añadido para la compañía y mejorando la comunicación, participación y confianza con los terceros interesados.

Las proposiciones planteadas se desarrollarán en hipótesis para su posterior medición en el capítulo tres apartados *3.2 Medición de la confianza* y *3.3 Enfoque integrado*; una vez analizado el marco teórico general en el capítulo dos y el enfoque específico de confianza en el capítulo tres apartado 3.1.

## **Capítulo 2 Marco teórico**

## 2.1 Evolución doctrinal del gobierno corporativo en la teoría de organización

A continuación se va a hacer un resumen sobre las diferentes teorías acuñadas por la doctrina en la teoría de la organización, ya que todas ellas hacen énfasis en la relación de la empresa y el mercado, bien como consumidor o como inversor. El desarrollo principal de la empresa se produce con el modelo de capitalismo industrial que surge con la Primera Revolución Industrial en el siglo XVIII. En esta época la empresa se comienza a configurar como una unidad compleja, tanto en lo que tiene que ver con su sistema productivo como por los aspectos jurídicos y sociales. En esta etapa se realizan los primeros estudios formales o con cierta metodología científica llamada "enfoque contractual" o teoría de la firma, de donde parte el estudio objeto de esta Tesis. Este enfoque se desarrolla desde mediados del siglo XIX hasta las primeras décadas del siglo XX, de la mano del economista inglés Jevons, del economista austriaco Merner, del suizo Walras y del británico Marshall (Bueno, 2005). Este planteamiento se apoya en el principio de la mano invisible de Adam Smith (1776) de que la empresa es una "caja negra", donde se observan cuales son las decisiones de la empresa respecto a otros agentes en el mercado, pero sin entrar en una explicación sobre sus procesos internos de comportamiento, de administración y de estructura de organización.

A continuación, en la tabla 2.1 se presenta un breve resumen de las aportaciones principales de la teoría de la organización en las que se expone la relación entre inversores y empresa y los problemas existentes entre ellos que pueden llevar a una ruptura de la confianza (Bueno, 2005).

Tabla 2.1 Principales enfoques de la teoría de la organización.

(T. Veblen, 1904)	<b>Teoría de la empresa de negocios.</b> Concepto de empresa de negocios como fuerza directiva del sistema capitalista. Introduce el concepto de transacción como transferencia de un bien entre dos unidades independientes.
(F.H. Knight, 1921)	<b>Teoría de la especialización frente al riesgo.</b> Concepto de empresa como especialización de una función directiva responsable de la actividad económica ante la asimetría del riesgo.

---/---

Tabla 2.1 Principales enfoques de la teoría de la organización (cont.).

(R.H. Coase, 1937)	<b>Teoría de los costes de mercado.</b> Concepto de empresa como organización que reduce los costes de las transacciones en el mercado, dadas sus fricciones y la falta de información completa sobre aquellas.
(H. A. Simon, 1945 y 1957)	<b>Teoría de la empresa como organización.</b> Concepto de empresa como organización, definida por una relación de autoridad y como respuesta a los límites de la racionalidad humana.
(A.A Alchian y H. Demsetz, 1972)	<b>Teoría de los derechos de propiedad.</b> Concepto de la empresa basada en la teoría de la producción en equipo y en la dificultad de medir la productividad y establecer las recompensas de los agentes participantes en el mercado.
(O.E. Williamson, 1971 y 1975)	<b>Teoría de la jerarquía organizativa.</b> Concepto de empresa como alternativa al mercado basado en que los costes de transacciones se pueden reducir en una jerarquía organizativa al incorporar racionalismo, oportunismo y economías de información.
(K. J.Arrow, 1974)	<b>Teoría de los límites de la organización.</b> Concepto de empresa organizada de una determinada forma que ahorra costes en la circulación de la información, siendo su coordinación el límite del crecimiento de la organización.
(M.C. Jensen y W.H. Meckling, 1976)	<b>Teoría de la agencia.</b> Concepto de empresa basado en la relación de agencia o contrato por la que el agente realiza algo por cuenta del principal con delegación de autoridad decisoria.
(S.N.S. Cheung, 1983)	<b>Teoría contractual.</b> Concepto de empresa como contrato entre los propietarios de los factores con características diferenciadas de los contratos de las transacciones de mercado.

---/---

Tabla 2.1 Principales aportaciones de la teoría de la organización (cont.).

(E. Bueno y F.J. Valero, 1985)	<b>Teoría de la empresa como sistema de organización.</b> Concepto de empresa como sistema sociotécnico abierto, compuesto por cinco aspectos p pentagrama para lograr eficiencia con el entorno.
(Kramer y Tyler, 1996 y Lane y Bachmann, 2000)	<b>Teoría de los stakeholders o teoría relacional y el papel de la confianza.</b> La empresa es un nexo de contratos implícitos basados en la confianza y la reputación. Intenta equilibrar todos los intereses involucrados en la firma tanto externos como internos.

(Fuente: modificado a partir de Bueno, 2005).

Las primeras aportaciones consideran que la empresa capitalista como organización surge como una alternativa al mercado asumiendo que: a) la organización facilita las transacciones en el sistema y un ahorro de costes frente al mercado; b) el papel del empresario puede estar constituido por un grupo de expertos, no necesariamente propietarios y c) la tecnología es una variable de la actividad económica fundamental sobre la dirección de la empresa (Berle, 1958; Williamson, 1971; Alchian y Demsetz, 1972; Arrow, 1974; Jensen y Meckling, 1976; Cheung, 1983; Bueno 2005).

Así, Veblen introduce el concepto de transacción como la transferencia de un bien o servicio entre dos unidades independientes. La aportación de Knight considera que es la incertidumbre o la falta de información completa de los agentes sociales lo que justifica el origen de la empresa. Por ello el empresario se arriesga contratando los factores productivos a unos precios, para verse retribuido cuando finaliza el proceso con una renta residual o beneficio empresarial (Bueno 2005). Coase, premio Nóbel de economía 1991, indica que las imperfecciones del mercado y la incertidumbre sobre las transacciones en el mismo llevan a la necesidad de una nueva fórmula de regulación distinta a la del mercado, la "mano invisible", superadora de los costes que se originan. El empresario tiene que llevar su función a un coste aún menor que el mercado, teniendo en cuenta que puede obtener los factores de producción a un precio inferior al de las transacciones del mercado que él sustituye, porque sino lo consigue siempre es posible recurrir al mercado abierto (Coase, 1937). Simon (1947, 1957 y 1960) concibe la empresa como una organización con un diseño complejo de comunicación y otras relaciones entre el grupo humano, entre las que es básica la relación de autoridad o jerarquía; diseño por el que cada miembro obtendrá parte de la información para alcanzar unos objetivos a través de unas decisiones. Alchian y Demsetz no están de acuerdo con Coase en que la "relación de autoridad" sea el eje

justificador del concepto de empresa. Para ellos, éste se justifica mejor por las economías derivadas de la producción en equipo y por las dificultades de medir las productividades de los factores, para así fijar los precios y recompensas de los participantes en estas formas de producción, consecuencia de diferentes comportamientos y oportunidades en la economía. Estos autores plantean la necesidad de una organización jerárquica en manos de los propietarios del capital.

Para Williamson la cuestión estriba en el análisis de las transacciones y su adaptación a una u otra forma de mercado o empresa dependiendo de las veces que las mismas se repitan, de la incertidumbre sobre las condiciones del entorno y de la importancia y naturaleza específica de las inversiones que requieren. En la medida que estas cuestiones van adquiriendo importancia la insuficiencia del mercado se hace notoria, requiriéndose un agente especializado que asuma el riesgo. En consecuencia, una organización jerárquica basada en una dirección profesional separada de la propiedad, permite ser una solución eficiente.

Arrow justifica la existencia de la empresa como una organización compleja que adopta un esquema jerárquico con el fin de ahorrar costes en la circulación de la información, lo que repercute en mayores costes de administración. Por esa razón los límites del crecimiento de la empresa radicarán en su capacidad para coordinar en términos de eficiencia dicha gestión informativa, superando las propias limitaciones que generan las asimetrías de la información entre los individuos.

Jensen y Meckling (1976), introducen el concepto de empresa basado en la relación de agencia por la cual el principal o propietario delega en el agente o directivo la autoridad de decisión para hacer algo. En los apartados siguientes se analizará en profundidad las consecuencias de esta delegación.

Cheung considera que la empresa tiene una naturaleza contractual. Define la empresa como una forma de organizar actividades bajo formas contractuales que difieren de las del mercado ordinario de los productos, no significando que la empresa reemplace al mercado, sino más bien que un contrato reemplaza a otro. El empresario dispone de unos limitados derechos de uso sobre los factores a través de unos contratos o una relación de agencia. Estos contratos son diferentes en función de los agentes intervinientes, su forma y los efectos que producen entre las partes.

Bueno y Valero explican la empresa como un sistema socioabierto, compuesto por una serie de aspectos para lograr eficiencia en sus relaciones con el entorno, fundamentado en la teoría de sistemas (Bueno, 1974; Bueno y Morcillo, 1993 y Bueno 2005), de la que parte el modelo de gobierno propuesto como se explicó en el capítulo de introducción de esta Tesis.

Kramer y Tyler (1996) explican que para que una transacción se finalice con éxito, es necesario que exista confianza. En ese caso, se va tejiendo entre la empresa y los terceros un vínculo que se prolonga a lo largo del tiempo, de forma continuada y repetida, transacciones que se convierten en acuerdos informales y voluntarios basados en la confianza (Rodríguez Fernández, 2003).

Las organizaciones son entidades sociales constituidas por personas, dirigidas a metas y estructuradas y, además, son sistemas abiertos con límites identificados (Hodge et al, 2003). Para su funcionamiento necesitan capital que es aportado por inversores de distinto tipo. El gobierno de la empresa se configura como el conjunto de mecanismos que se implantan con el propósito de proteger las rentas y el capital aportado por los inversores (Salas Fumás, 1999). Las principales teorías de la organización relacionadas con el gobierno de la empresa son la teoría de agencia y la teoría de los costes de transacción.

El análisis de los problemas originados por la información, la incertidumbre y la divergencia de intereses en las relaciones económicas entre los distintos partícipes en la organización empresarial ha cobrado una gran importancia en los últimos años. Esto es debido a la existencia de empresas cada vez más grandes que acuden a los mercados de valores en busca de financiación, lo que ha dado lugar a menores niveles de concentración del accionariado y a la participación creciente de pequeños inversores que buscan mayores niveles de rentabilidad (Granovetter, 1992). Como ya pusieron de manifiesto Berle y Means (1932), las grandes compañías se caracterizan por la dispersión de las acciones entre los inversores, lo que supone una separación entre propiedad y control en la empresa. Este hecho incrementa la posibilidad de se produzcan conflictos de intereses entre accionistas y directivos que pueden provocar que las decisiones tomadas por estos últimos no siempre coincidan con el objetivo de los accionistas de maximización del valor debido a la discrecionalidad directiva a la hora de asignar los fondos del inversor (Larner, 1966; Machlup, 1967).

La teoría contractual de la empresa concibe a ésta como un conjunto de contratos que especifican los derechos de propiedad objeto de transacción dentro de la empresa y establecen la forma en la que los costes y compensaciones se asignarán entre las partes contratantes, incidiendo así en el comportamiento individual de los participantes de la organización. Esta relación contractual se denomina *relación de agencia*, y a través de la misma una persona, llamada principal, designa a otra, llamada agente, para que realice algún servicio en su beneficio, teniendo el principal que delegar en el agente cierta autoridad al objeto de que pueda tomar decisiones. Cada parte de la relación de agencia perseguirá maximizar su propia utilidad, por tanto, es lógico considerar que sus intereses no serán siempre coincidentes, es decir, el agente no actuará en todas las ocasiones de la manera más ventajosa para el principal, provocando un riesgo moral (Salas Fumás, 2002).

En este sentido, el gobierno de la empresa se establece con la finalidad de hacer converger los intereses de los directivos con los de los accionistas y de asegurar en última instancia que las empresas se gestionan en beneficio de los accionistas (Donaldson y Preston, 1995) o, en un sentido más amplio, de todos los participantes en el proceso de producción de valor, ya sean suministradores de capital y/o deuda, trabajo o de otros bienes y servicios. Por lo tanto, la necesidad del gobierno de la empresa surge a partir del problema de agencia o conflicto de intereses entre los miembros de la organización y por la existencia de costes de transacción que impiden resolver los problemas de agencia a través de un contrato (Hart, 1995).

El riesgo moral y la selección adversa son manifestaciones comunes a las relaciones de agencia aunque mantienen importantes diferencias entre si. La diferencia esencial entre ambos fenómenos consiste en que mientras la selección adversa causa problemas de agencia ex-ante o durante el planteamiento previo de la relación contractual, el riesgo moral deriva en problema de agencia ex-post o en el desarrollo posterior de la relación contractual. Por lo tanto, es posible afirmar que la información asimétrica y la divergencia de intereses ocasiona una serie de problemas de agencia, de los que se derivan dos tipos de costes que son asumidos por el principal: 1) los costes en los que se incurre en el proceso de selección del agente más adecuado (selección adversa) y 2) los costes de seguimiento de la relación contractual (riesgo moral). En concreto, Jensen y Meckling, precursores de la teoría de la agencia en 1976, identifican tres tipos de costes de agencia en función del sujeto al que afecten:

- costes de control para el principal, que derivan de la necesidad de controlar al agente ya sea directa o indirectamente;
- costes de fianza para el agente, derivados de las garantías que debe prestar para asegurar que se comportará según los deseos del principal,
- y pérdida de bienestar para ambos, como consecuencia de la situación de desconfianza e incertidumbre que pueda producirse entre el principal y el agente.

Son, precisamente, los problemas ocasionados en los procesos de riesgo moral los que mayor atención han suscitado en los diversos trabajos, debido a la dificultad de investigar aspectos relacionados con la selección adversa y de manejar variables tales como las expectativas del principal sobre la calidad del agente. Sin embargo, en el contexto del gobierno de la empresa se considera que las consecuencias de la selección del agente más adecuado van más allá del planteamiento precontractual, y por tanto tendrá consecuencias a posteriori en la eficiencia empresarial.

Al analizar los problemas de agencia que afectan a la actividad empresarial, es necesario asumir previamente ciertas hipótesis relativas al comportamiento de los inversores, y que, según Barnea, Haugen y Senbet (1985), pueden resumirse en las siguientes:

a) Los individuos adoptan aquellas acciones que pudieran contribuir a maximizar su propio bienestar o utilidad personal.

b) Los individuos tienen un comportamiento racional y son capaces de formar unas expectativas racionales e insesgadas acerca del impacto de los problemas de agencia y de su repercusión en el valor final futuro de su riqueza personal, a tenor de los contratos financieros suscritos.

La hipótesis de racionalidad en el comportamiento de los individuos supone que cada una de las partes conoce los incentivos de la otra para seguir un comportamiento contrario a sus propios intereses. El conocimiento anticipado de esta circunstancia induce a los partícipes a diseñar la relación contractual de forma que se intenten paliar en lo posible las divergencias que puedan surgir con posterioridad (Miles et al., 1998). En este sentido, no es el problema de agencia en sí mismo lo que interesa, sino los esfuerzos desplegados por principal y agente en busca de algún tipo de solución que mitigue los conflictos y contribuya a establecer una relación estable, duradera y de confianza.

Resumiendo, las diferentes aportaciones teóricas concluyen que los problemas de agencia surgen de la divergencia de intereses entre accionistas externos e internos de la dirección de la empresa, y de la asimetría en la información. Así, la esencia del problema de agencia radica en la separación entre dirección y financiación o, lo que es lo mismo, entre propiedad y control, refiriéndose el conflicto de agencia en este contexto a las dificultades que tienen los inversores para asegurar que sus fondos no sean expropiados o malgastados en proyectos no rentables. De esta manera, la imposibilidad de resolver el conflicto de agencia mediante contratos completos da lugar a la discrecionalidad directiva, aspectos que configuran los cimientos sobre los que se apoya la literatura acerca del gobierno de la empresa.

### **2.1.1 Teoría de la agencia y de los costes de transacción**

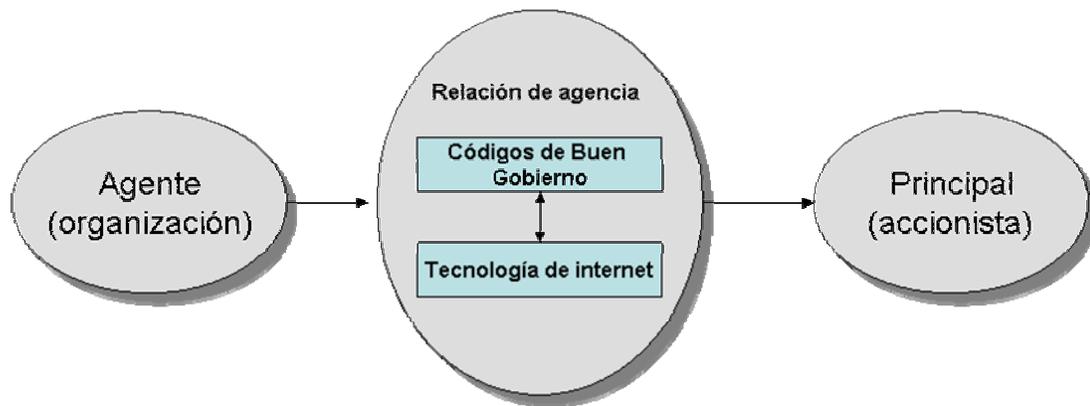
La teoría de la agencia concibe a la organización como una serie de relaciones contractuales entre propietarios y trabajadores. (Hodge et al, 2003). Los inversores invierten en las empresas para incrementar su riqueza, convirtiéndose así en propietarios. Los propietarios o principales contratan recursos especializados o agentes para producir bienes y servicios. Pero debido a una serie de factores incluida la naturaleza humana, los directivos y otros empleados pueden comprometerse en actividades que no conducen a maximizar la riqueza de los propietarios sino más bien a satisfacer los objetivos y las metas particulares que estos tienen. Estas actividades no productivas generan unos costes asociados con la supervisión del comportamiento y cumplimiento de los contratos denominados costes de agencia (Fransman, 1998). En el apartado siguiente se analizarán con detalle las fuentes principales de costes de agencia que son: 1) la existencia de contratos

incompletos y los derechos residuales de control, 2) el oportunismo o discrecionalidad de los directivos, 3) la asimetría de la información y 4) la racionalidad limitada.

Como los propietarios desean maximizar su riqueza, la meta a conseguir es un acuerdo eficiente en la relación agente-principal (Keasey et al., 1997; Cook y Deakin, 1999; Kunz y Lucatelli, 2000). Es más, una parte de la doctrina reciente sostiene que el logro de la ventaja competitiva de la empresa y el objetivo de crear valor para el accionista, son dos caras de la misma moneda. Maximizar el valor para el accionista es el único camino para maximizar los intereses de todos los partícipes (Shapiro y Barber, 2000). Los datos empíricos de la década de los noventa muestran que las compañías que cuentan con mecanismos de gobierno y comportamiento organizativo a favor de los accionistas han proporcionado a los inversores bursátiles unas rentabilidades muy superiores a las alcanzadas por aquellas empresas en las cuales los mecanismos de gobierno se encuentran en manos de los directivos (Gompers et al, 2003).

El modelo de gobierno corporativo que se propone (ver figura 2.1) se configura como un nuevo modelo de gobierno de la empresa acorde a la teoría financiera moderna (Martín et al, 1988). Este modelo se apoya en los cambios ocurridos en las dos últimas décadas en el entorno económico general (Nelson y Winter, 1982 y 1997): 1) las normativas públicas, entre ellas los códigos de buen gobierno y la legislación relacionada; 2) las tecnologías de la información y las comunicación, principalmente Internet; 3) los mercados de capitales con su internacionalización y proliferación de nuevos instrumentos e intermediarios y; 4) los mercados de bienes y servicios, con el impacto de una mayor competencia por el efecto de la globalización (Rodríguez Fernández, 2003). Estos cambios explican que la búsqueda del valor para el accionista haya vuelto a ser la forma más eficiente de gobierno empresarial según algunos autores, ya que se ha desarrollado una infraestructura y un conocimiento organizacional e institucional que han modificado los equilibrios tradicionales debido a la existencia de más información, mayor capacidad técnica y nuevas instituciones e instrumentos en los mercados financieros (Holmstrom y Kaplan, 2001). El acercamiento de la empresa hacia el mercado por medio de la transmisión de la información relevante, de forma transparente y a tiempo, se ha convertido en una fuente de valor para las empresas frente a los accionistas, una fuente de reducción de conflictos y, por tanto, de confianza (Whitener, 1998).

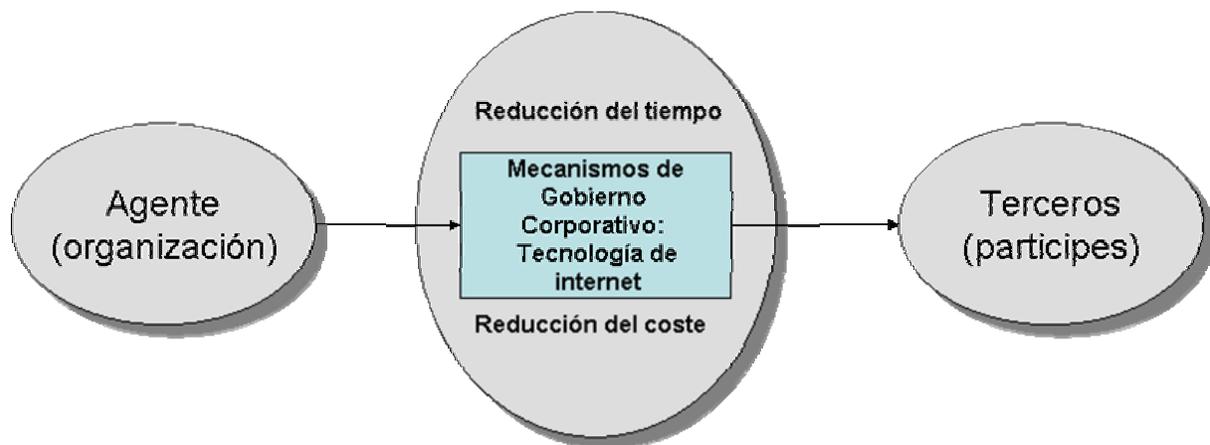
Figura 2.1 Aplicación de la tecnología de Internet en el gobierno corporativo según el enfoque shareholder.



(Fuente: elaboración propia).

La teoría de los costes de transacción explica la organización como una serie de transacciones que se realizan en el interior y exterior de la misma (Williamson, 1964). Las transacciones son intercambios de bienes y servicios entre individuos y organizaciones. A causa de los diversos grados de incertidumbre que existen en el entorno, las transacciones en si mismas y las personas, las organizaciones implicadas experimentan unos costes de transacción en su ejecución (Teece, 1986). La meta es buscar los costes más bajos posibles al efectuar la transacción (ver figura 2.2).

Figura 2.2 Aplicación de la tecnología de Internet en el gobierno corporativo según el enfoque stakeholder.



(Fuente: Elaboración propia).

La innovación y los avances en las tecnologías de información y comunicación, principalmente Internet, han disminuidos de forma drástica los costes de transacción. Los costes de transacción asociados con la búsqueda de información, negociación, vigilancia y hacer cumplir lo pactado, disminuyen cuando se aprovecha el progreso tecnológico (Laundry et al., 2002). Puesto que en esta Tesis se pretende demostrar que la confianza es un elemento necesario para entrar y permanecer en la relación principal-agente, desde el punto de vista del principal, en los subapartados siguientes vamos a analizar las fuentes de conflicto que pueden romper esa condición necesaria para la confianza.

### **2.1.2 Contratos incompletos y derechos residuales de control.**

En general, los accionistas proveedores de fondos y la dirección firman un contrato que no especifica el destino que el directivo da a dichos fondos, y cómo se reparten los rendimientos entre unos y otros. Lo ideal sería firmar un contrato completo en el que se especifique exactamente la acción del directivo en cada uno de los estados de la empresa y cómo se reparten los beneficios.

El problema radica en que la mayoría de las contingencias futuras son difíciles de describir y de predecir y, como resultado, los contratos completos resultan imposibles. Es decir, no se puede especificar perfectamente ex ante las compensaciones que recibirán las partes en cada una de las contingencias futuras que puedan ocurrir (Zingales, 1998 y 2000). Debido a estos problemas en la determinación del contrato, el directivo y los proveedores de fondos tienen que repartirse los derechos de control residuales, es decir, los derechos para tomar decisiones en circunstancias no previstas por el contrato (Grossman y Hart, 1986 y Hart y Moore, 1990).

La teoría de los derechos de propiedad trata de buscar una asignación eficiente de estos derechos de control residuales. En principio, se podría imaginar un contrato en el que los proveedores de fondos concedieran capital a los directivos bajo la condición de que los propios inversores retuviesen todos los derechos de control residuales. Cada vez que algo inesperado sucediese, éstos tendrían que decidir qué hacer. Sin embargo, esto no es tan sencillo ya que los inversores no están lo suficientemente cualificados o informados para tomar las decisiones de manera adecuada. Como consecuencia, el directivo termina con una parte substancial de los derechos de control residuales y, por lo tanto, con cierta discrecionalidad para asignar los fondos como lo considere oportuno. Ahora bien, en el contrato se pueden especificar ciertos límites a esta discrecionalidad, los cuales se encuentran en estrecha relación con el gobierno de la empresa. Williamson (1985), sugiere que los accionistas necesitan protección ante la posibilidad de ver expoliadas las rentas y casi-rentas de sus inversiones específicas en la empresa, aún admitiendo el supuesto de neutralidad frente

al riesgo. En un mundo de contratos incompletos hay una asignación óptima de los derechos de control residuales en la medida que la propiedad vaya unida o participe de los derechos de control residuales (Grossman y Hart, 1986).

Una de las posibles vías de reducir los costes de la especialización entre inversores y directivos es la del contrato, el cual establece las contrapartidas que recibe el directivo a cambio de gestionar en beneficio de los inversores propietarios los activos productivos de la empresa. Como norma general, el contrato buscará que las contrapartidas que recibe el directivo se determinen de tal modo que la maximización de su riqueza personal se alinee lo máximo posible con la maximización del valor económico de los activos que determinan a su vez la riqueza de los inversores financieros. (Salas Fumás, 2002). Hacer esto de forma perfecta conlleva altos costes de transacción, por eso los contratos que finalmente se suscriben otorgan a las partes la suficiente discrecionalidad para que actúen buscando su propio interés particular (Teece et al., 1994).

El papel del consejo de administración debe ser predominante para garantizar que los directivos no tomen decisiones contrarias a los intereses de los accionistas (Salas Fumás, 2002; Iranzo, 2004). Por eso los códigos de gobierno promulgados instan a las empresas a que el consejo de administración esté compuesto en su mayoría por consejeros independientes y dominicales. Esto es debido a que, hasta ahora ha estado excesivamente controlado por los consejeros ejecutivos (Iranzo, 2004). Asimismo, se insta a las empresas a que informen sobre sus decisiones y proyectos mediante la tecnología de Internet, de esta forma los propios accionistas podrán hacer un control de la actividad de la empresa.

Como hemos analizado, se pueden establecer dos razones por las cuales los directivos acaban detentando la mayoría de los derechos de control. En primer lugar, por la escasa protección jurídica que reciben los inversores minoritarios y que lleva a los tribunales a no involucrarse en el cumplimiento de los contratos. En segundo lugar, en el caso de que la financiación provenga de muchos inversores, estos serán generalmente inversores minoritarios y escasamente informados para ejercer los derechos de control que poseen. De esta manera, los inversores individuales se enfrentan al problema del "free rider", según el cual todos los inversores se benefician de las acciones que realizan aquellos que asumen los costes de una mayor información, lo que provoca que no resulte interesante a estos inversores incurrir en dicho coste porque no revierte en ellos únicamente el beneficio. Como consecuencia de estos dos aspectos, los derechos de control de los directivos terminan siendo mucho mayores de lo que serían si los tribunales o los proveedores de fondos estuviesen activamente involucrados en el cumplimiento de los contratos (Shleifer y Vishny, 1986). De esta forma, como se analiza a continuación, los directivos pueden actuar con cierta discrecionalidad en la asignación de fondos del inversor.

### **2.1.3 La discrecionalidad y oportunismo del directivo.**

La teoría económica asume que los seres humanos operan siguiendo al interés propio (Jones y Hill, 1996). Al estar dotados de cálculo estratégico, pueden manipular la información de la que disponen y encubrir las intenciones de las acciones que van a realizar (Williamson, 1975). Mientras que la meta de los propietarios es la actuación económicamente eficiente de la empresa y la minimización del riesgo, los directivos buscan minimizar su trabajo y maximizar su recompensa. Debido a esto, los agentes eluden sus responsabilidades y deberes, es decir, incurren en un riesgo moral al no producir según el esfuerzo acordado (Eisenhardt, 1989). Además, es probable que los agentes aparenten tener habilidades, conocimientos y otras ventajas que los propietarios no pueden verificar fácilmente. De ahí la gran importancia de reunir información, evaluar conductas, manejar de forma adecuada las políticas de incentivos y aplicar los principios de control y disciplina (Jensen, 1998 y 2000, Salas Fumás, 2002). A esta situación se denomina selección adversa (Jones y Hill, 1996).

En términos generales, podemos distinguir tres formas de discrecionalidad del directivo a la hora de asignar los fondos del accionista

En primer lugar, pueden beneficiarse de las operaciones de venta de la empresa, es decir, los directivos pueden vender la producción, incluso los activos de una empresa que dirigen, a otras empresas de las que son propietarios a precios inferiores a los del mercado. Esto se dificulta a medida que la empresa, es más grande, tiene más partícipes y más obligaciones legales.

Un segundo aspecto de la discrecionalidad directiva es el uso de bienes de la empresa con fines personales en detrimento de los propietarios o en los mayores costes en los que incurre la empresa cuando los directivos tienen interés en expandir el negocio más allá de lo que resulta interesante desde un punto de vista racional, reinvertiendo los flujos de libre disposición o llevando a cabo proyectos que les beneficien a ellos.

Por último, los directivos pueden perjudicar a los accionistas atrincherándose y permaneciendo en su puesto de trabajo incluso aunque no resulten competentes o cualificados para dirigir la empresa por más tiempo (Shleifer y Vishny, 1986). Por lo tanto, los directivos, en los que los accionistas delegan la autoridad de la toma de decisiones, ven la propiedad accionarial sólo como una faceta de su relación con la empresa, considerando a ésta también como una fuente de salarios, beneficios personales, autoestima, y/o reconocimiento, y como un medio para crear valor de su capital humano. Para proteger y aumentar estas fuentes de beneficios los directivos toman a veces decisiones que les benefician personalmente a expensas de los accionistas (Smith, 1999). El oportunismo directivo, bien en forma de expropiación de los inversores o

de asignación poco eficiente de los fondos de la empresa, reduce la cantidad de recursos que los inversores estarán dispuestos a destinar a la empresa "a priori" (Grossman y Hart, 1986).

Obviamente, el conflicto de intereses entre los propietarios de los activos y quienes deciden su uso se eliminaría si la propiedad y el poder de decisión recayeran en la misma persona. Esto será factible si quien posee las habilidades necesarias para una buena gestión de la empresa, posee la suficiente riqueza como para financiar los activos productivos. Cuando quienes poseen las habilidades directivas tienen una riqueza limitada, la financiación para adquirir los activos productivos tendrá que ser proporcionada por inversores externos. Surge así la especialización y con ella la potencial ineficiencia que los procedimientos de gobierno de la empresa tratan de minimizar, pues repercute negativamente en las contrapartidas que el inversor va a recibir (Salas Fumás, 2002).

Esta posible ineficiencia "a posteriori" ha llevado a considerar la posibilidad de que los inversores realicen pagos a los directivos para no lleven a cabo proyectos ineficientes. Sin embargo, aunque en algunos casos se han observado estos sobornos, la situación habitual es que los inversores no paguen a los directivos por llevar a cabo acciones individuales. La razón por la que no se realizan esos pagos a los directivos radica en que violarían el "deber de lealtad" de los directivos a los accionistas. Aunque resulta difícil describir exactamente lo que este deber obliga a hacer al directivo (Urquijo y Crespo, 2004), la amenaza de realizar acciones que reducen el valor de la empresa a no ser que se les pague, viola definitivamente este deber.

A continuación, se van a desarrollar brevemente los conflictos de intereses que se producen debido a la discrecionalidad y preferencias de los directivos. Estos conflictos se refieren a: 1) problemas de esfuerzo, 2) diferentes preferencias por el riesgo por parte de accionistas y de directivos, 3) el deseo de crecimiento de la empresa por parte del directivo, por encima del que maximiza el valor, 4) comportamiento imitador del directivo y 5) al diferente horizonte temporal deseado entre accionistas y directivos para alcanzar los resultados de las inversiones. A continuación comentamos cada uno de estos problemas.

#### 1. Problemas de esfuerzo.

Por una parte los beneficios que logren los accionistas dependen del esfuerzo de los directivos, que generalmente no es observable directamente por aquellos; y por otra, dado que el esfuerzo genera desutilidad para el directivo, éste no está dispuesto a realizar un esfuerzo adicional que incremente el valor de la empresa, a no ser que reciban una compensación adicional por dicho esfuerzo (Lewerell et al, 1989; Agrawal y Knober, 1996). Por ese motivo, usan su discrecionalidad en contra de los intereses de los accionistas al autoasignarse unos salarios excesivos, lo cual es posible gracias a su control efectivo sobre el consejo de administración (Salas Fumás, 2002).

Al hilo de lo anterior, la evidencia empírica demuestra que introducir en la propiedad a los directivos se ha manifestado como un condicionante del esfuerzo que éstos están dispuestos a ejercer en la empresa, siendo mayor cuanto mayor es la propiedad (Jensen y Meckling, 1976; Murphy, 1998). En España se estima en un 8% la participación accionarial media de los altos directivos de las empresas en el capital de las empresas que cotizan en el mercado (Fernández et al, 1998), porcentaje que asegura una sensibilidad en sus retribuciones al cambio en el valor de las acciones, muy superior al que se estima para las empresas americanas (Rosenstein y Wyatt, 1994, Salas Fumás, 2002).

Los códigos de buen gobierno promulgados persiguen un doble objetivo, por una parte reforzar el control sobre los negocios de las sociedades cotizadas y, en consecuencia, sobre los directivos, y por otra parte, reforzar la responsabilidad del consejo de administración (BOICAC, 1994) con el fin de reducir los conflictos de interés existentes entre accionistas y directivos. Las recomendaciones de los códigos de buen gobierno respecto al consejo de administración están dirigidas por una parte, a la separación entre las figuras del primer directivo de la empresa y el presidente del consejo de administración y por otra, a la composición y funcionamiento de dicho consejo donde deben predominar los consejeros independientes y externos frente a los ejecutivos (Azofra, 2004).

## 2. Distintas preferencias por el riesgo

La especial situación de dependencia de los directivos con respecto a su empresa les lleva a ligar su futuro profesional con la vida de su compañía, por lo que suelen sentir aversión al riesgo en un grado superior al de sus accionistas, los cuales pueden deshacer la posición que tienen en la empresa con una pérdida máxima de la inversión realizada. Si la supervivencia de la empresa se ve amenazada, los directivos se encontrarán en una situación crítica y, sin embargo, si las cosas van bien en la empresa sólo obtienen unas rentas adicionales limitadas. Además, como plantean Jensen y Murphy (1990), la escasa participación de los ejecutivos en el accionariado de la empresa ofrece unas ganancias potenciales limitadas. Todo ello les lleva a adoptar políticas de inversión y de financiación que reduzcan el riesgo total de la empresa.

En relación con la política de inversión, la actitud más adversa al riesgo de los directivos frente a los propietarios del capital, incentiva la realización de inversiones de menor riesgo con el fin de facilitar la diversificación del riesgo total de la empresa, aunque ello suponga el rechazo de proyectos de inversión con mayor valor actual neto. Según Myers y Majluf (1984) las empresas cuyas oportunidades de inversión superan el cash flow operativo y que han agotado su posibilidad de emitir deuda de bajo riesgo, pueden optar por dejar pasar estas buenas inversiones antes de emitir títulos arriesgados para financiarlas, dando lugar a un problema de infrainversión. La preferencia de los directivos por los proyectos de inversión que reduzcan la variabilidad de los flujos de caja esperados, si bien no interesa a los accionistas en la medida en que se trate

de riesgo específico o diversificable, favorece la estabilidad de los resultados de la empresa y con ello el prestigio y remuneración de los directivos.

Por otro lado, puesto que la retribución que recibe el directivo a cambio de su trabajo profesional constituye su principal fuente de renta y riqueza, las posibilidades de que utilice la diversificación de su patrimonio personal como forma de reducir la exposición al riesgo de la riqueza son limitadas. La alternativa es la diversificación de las inversiones en la empresa, ya que será la opción que permitirá reducir el riesgo que asumen personalmente. La evidencia empírica sobre el mercado americano indica que los rendimientos de los accionistas disminuyen a medida que las empresas se vuelven más diversificadas (Comment y Jarrell, 1995 y Berger y Ofek, 1995). Estos resultados indican que los directivos, puesto que tienen más que ganar de la diversificación, estarán realizando decisiones de inversión en su propio beneficio a expensas de los accionistas (Amihud y Lev, 1983; Morck et al, 1990; Lang y Stulz, 1994 y Salas Fumás, 2002).

### 3. Preferencia por el tamaño.

En principio, los directivos están más interesados que los accionistas en el crecimiento y permanencia de la empresa, en cuyo caso pueden llevar a cabo algunas inversiones que, aunque no contribuyan a aumentar el valor de la empresa permitan el crecimiento de la misma, favoreciendo con ello sus objetivos de poder, prestigio, promoción y remuneración (Baumol, 1959; Williamson, 1964 y Salas Fumás, 2002).

Una empresa que persiga la maximización del valor repartirá entre los accionistas en forma de dividendos, cualquier exceso de liquidez que posea más allá de la necesaria para atender los proyectos con rentabilidad interna mayor o igual al coste de oportunidad del capital. Por el contrario, si la empresa persigue en sus decisiones de inversión un objetivo de crecimiento mayor que el que se alcanzaría si tal liquidez no existiese daría lugar a actividades de "sobreinversión", es decir, a tasas de inversión más altas que las que alcanzarían si tal liquidez no existiese (Jensen, 1986).

En este sentido, Giner y Salas (1995) a partir de un modelo en el que la empresa maximiza el valor económico de su capital y el directivo maximiza una función de preferencias donde interviene la tasa de crecimiento y el valor de la empresa, formulan una doble afirmación: a) la empresa que incorpora preferencia por el crecimiento, además del valor de su capital, invierte más que la empresa que maximiza el valor de su capital, b) el exceso de inversión va en detrimento del valor económico y por ello el valor de mercado del capital de la empresa que sobreinvierte será menor que el de la empresa que maximiza el valor.

La participación de los directivos en el capital de la empresa condiciona la decisión final del directivo entre valor o crecimiento, por cuanto que en este caso, los intereses de directivos y accionistas convergerían.

Por el contrario, no se ha observado que dicha participación tenga influencia alguna en la decisión de autofinanciación que comentamos anteriormente, por cuanto que independientemente de que la participación sea elevada o no, el directivo tiene preferencia por la autofinanciación frente a otras fuentes de financiación externas.

#### 4. Comportamiento "imitador" del directivo.

En relación con la política de inversión, los directivos no sólo pueden presentar un mayor deseo por la sobreinversión o exceso de crecimiento de la empresa, que hemos comentado en el punto anterior, sino que además se ha demostrado como, en determinadas ocasiones, los directivos simplemente imitan las decisiones de inversión de otros directivos, ignorando la información privada que poseen sobre la empresa. A pesar de que este comportamiento resulta ineficiente desde un punto de vista social, puede ser racional para el directivo que basa su objetivo en su reputación en el mercado de trabajo.

El trabajo de Scharfstein y Stein (1990) complementa trabajos anteriores sobre el tema al considerar la existencia de más de un directivo. Consideran que existen dos tipos de gerentes: los que denominan "astutos", que reciben información sobre el valor de la inversión, y "mudos", que reciben señales ruidosas. Inicialmente, ni los propios directivos ni el mercado de trabajo pueden identificar un tipo u otro. Sin embargo, después de realizar la decisión de inversión, el mercado de trabajo puede actualizar sus creencias, basándose en dos cuestiones: 1) si el directivo hizo una inversión rentable; 2) si el comportamiento del directivo fue similar o no al de otros directivos.

Puesto que los rendimientos de la inversión pueden ser impredecibles, es posible que incluso los directivos que cuentan con mayor información reciban señales erróneas, por lo que resulta más relevante la segunda cuestión planteada. Si consideramos los rendimientos de la inversión seleccionada fijos, los directivos serán más valorados si siguen las decisiones de otros que si se comportan de manera contraria. Por lo tanto, una inversión carente de beneficios no resultará tan dañina para la reputación cuando otros cometan el mismo error, compartiendo la culpa si se producen situaciones no predecibles.

En este sentido, podemos encontrar otra causa a las decisiones de sobreinversión e infrainversión no basada en el objetivo de crecimiento ni de reducción del riesgo respectivamente, sino basada en un objetivo de reputación a partir del comportamiento de otros directivos. Es decir, incluso aunque la información privada que poseen los directivos les indique que una inversión tiene un valor esperado negativo, la llevarán a cabo si otros antes que él lo hicieron. Por el contrario, rechazará inversiones con valor esperado positivo si otros lo hicieron anteriormente.

En este sentido, Scharfstein y Stein (1990) formulan tres proposiciones en cuanto al comportamiento "imitador" de los directivos se refiere. Si consideramos un entorno en el que únicamente existen dos directivos (A y B):

1) el único equilibrio posible sería aquel en el que el directivo B imita al directivo A independientemente de la señal que recibiese, o donde el directivo B hiciese lo contrario que el directivo A a pesar de la señal recibida;

2) existe un equilibrio en el que el directivo B siempre imita al directivo A, invirtiendo sólo si A lo hace, por lo que si B invierte cuando A no lo hace, el mercado considerará que recibió una señal favorable y si B no invierte cuando A lo hace, el mercado considerará que recibió una señal desfavorable; y

3) existe un equilibrio en el que A invierte sólo si recibe una señal favorable y donde B imita al directivo A a pesar de la información de que disponga.

El modelo que plantean estos autores es ampliable a la existencia de cualquier número de directivos ya que cada uno de ellos imitará el comportamiento de A a pesar de las señales que reciban, siempre y cuando persigan un objetivo de reputación y pudiendo dar lugar a decisiones de inversión ineficientes.

En este sentido, vuelven a cobrar importancia los mecanismos de control de las acciones directivas, de manera que se alineen los objetivos de directivos y accionistas. Sin embargo, si consideramos que se cumple la hipótesis de que un comportamiento imitador independiente de la información de que se disponga resulta menos dañino para la empresa, podríamos predecir un menor beneficio derivado de la utilización de mecanismos de gobierno que el que se obtendría en ausencia de dicha hipótesis.

En la búsqueda de eliminar la discrecionalidad directiva, los códigos de gobierno han optado por atribuir al consejo de administración la tarea de aprobar todas aquellas decisiones estratégicas, inversiones y desinversiones, que sean de relevancia para la organización, valorando su adecuación al presupuesto ya los planes estratégicos bien directamente (recomendación 8 Código Unificado, 2006); bien mediante un informe motivado de una comisión de estrategia e inversiones (apartado 5.4 Informe Aldama). Además el consejo de administración será responsable de comunicar y solicitar la aprobación a la Junta de accionistas de aquellas decisiones de importancia para el futuro de la empresa. Como dice el Código Unificado (2006) en su apéndice al relacionar la recomendación con la legislación vigente en la ley de sociedades anónimas, *"la dirección de la empresa y el consejo de administración deben informarse diligentemente sobre la marcha de la sociedad, fidelidad, que supone el deber de actuar con fidelidad al interés social, lealtad, con especial referencias a los*

*conflictos de interés y operaciones vinculadas y secreto; la inobservancia de estos deberes da lugar a responsabilidad conforme al Art. 133 de la propia ley de sociedades"*

#### 5. Horizonte temporal.

El énfasis en el logro de resultados a corto plazo por parte de la dirección de la empresa lo podemos justificar por dos motivos: por un lado, la vida limitada de los directivos en la empresa centra su interés en los flujos de caja obtenidos durante su trabajo en la misma; por otro lado, la satisfacción por parte de los directivos de las preferencias de los accionistas por las ganancias a corto plazo, ya que según la hipótesis de la "miopía del mercado", los inversores venderán o infravalorarán las acciones de empresas involucradas en proyectos de inversión a largo plazo.

En relación con la primera justificación, a los directivos les interesa especialmente la rentabilidad de la empresa durante el período en el que permanecen en la misma, lo que puede provocar que prefieran sacrificar beneficios futuros por ganancias actuales, a expensas de los accionistas. La diferencia en el horizonte temporal deseado por los directivos y por los accionistas se vuelve mayor cuando se acerca la edad de jubilación del directivo. Éste dará preferencia a las inversiones y estrategias operativas que disminuyan los costes y produzcan resultados más rápidamente frente a las inversiones más rentables pero a más largo plazo. Dechow y Sloan (1991) y Murphy y Zimmerman (1993) encuentran evidencia de que ciertas inversiones en I+D disminuyen a medida que el directivo se acerca a la jubilación. Los primeros atribuyen la disminución al problema del horizonte temporal y los segundos al escaso rendimiento empresarial.

De acuerdo con la segunda justificación, basada en la importancia que los mercados de capitales otorgan a los beneficios y a los dividendos hoy, los accionistas se interesarán por el valor a corto plazo ya que debido a la existencia de información imperfecta, el mercado tendrá menos información que el directivo sobre los proyectos a largo plazo que la empresa decida llevar a cabo. Esta orientación lleva a gestionar la empresa con el horizonte en el corto plazo que tienen los inversores dando lugar, de no ser así, a una caída del precio de las acciones, haciendo a la empresa más vulnerable a las tomas de control. Por lo tanto, las empresas se inhiben de emprender inversiones a largo plazo en capital fijo, investigación y desarrollo y formación (Marsh, 1992).

Sin embargo, esta preferencia por el corto plazo sólo resultaría ser cierta en el caso de que los inversores careciesen de información sobre el nivel de inversión, ya que si disponen de dicha información se podría producir el efecto contrario dando lugar a la acumulación de acciones, tal y como han demostrado Bebchuk y Stole (1993).

En las decisiones de inversión a largo plazo por parte de los directivos podemos considerar, por lo tanto, dos situaciones diferentes. Por un lado, cuando los inversores no pueden observar el nivel de inversión en los proyectos a largo plazo se producirá una situación de infra inversión si el efecto de un incremento de la inversión en capital sobre el valor de mercado de la empresa es menor que el incremento en el valor actual neto. Por otro lado, si los inversores pueden observar el nivel de inversión en un proyecto a largo plazo se producirá un proceso de sobre inversión, ya que el directivo con oportunidades de inversión altamente productivas enviará una señal al mercado sobre la buena marcha de la empresa a largo plazo mediante dicha sobre inversión en el futuro. Por lo tanto, cuando el mercado tiene información imperfecta sobre los rendimientos de una inversión a largo plazo pero puede observar los niveles de inversión, las asimetrías de información inducirán a la sobre inversión.

Del mismo modo la evidencia empírica no apoya la hipótesis de miopía de los mercados, es decir, la preferencia de estos por el corto plazo. McConnell y Muscarella (1985) examinaron la reacción de los precios de mercado a 658 anuncios de incremento o disminución del valor en dólares de la inversión en capital. Encontraron que los anuncios de incrementos del gasto en capital estaban relacionados con rendimientos anormales positivos de las acciones, y los anuncios de disminuciones con rendimientos anormales negativos. Por su parte, Woolridge (1988) examina la respuesta del mercado de capitales a 634 anuncios de decisiones de inversión estratégicas, encontrando una respuesta positiva por parte de los mercados financieros, lo que evidencia la ausencia de miopía en los mercados y el interés por las decisiones con un horizonte temporal dilatado. Conclusiones similares alcanzan Azofra, et al., (1998). La tabla 2.2 resume los problemas analizados en este subapartado con las soluciones propuestas.

**Tabla 2.2. Problemas de agencia respecto a la discrecionalidad y oportunismo de los directivos y soluciones propuestas.**

Problema	Definición	Solución planteada
Esfuerzo	Directivos tienen incentivos para esforzarse menos de lo que esperan los accionistas	Control efectivo por el consejo de administración.  Dar a conocer los resultados a través de la página web.

---/---

Tabla 2.2. Problemas de agencia respecto a la discrecionalidad y oportunismo de los directivos y soluciones propuestas (cont.).

Problema	Definición	Solución planteada
Diferente preferencia por el riesgo	Directivos tienen normalmente más parte de su riqueza unida a la viabilidad de la empresa y tienden a ser más adversos al riesgo (infra inversión).	Decisión de las inversiones en manos del consejo de administración, auxiliados por una comisión o por expertos independientes.  Informar sobre las inversiones de la empresa y como repercuten en el negocio.
Aumento de valor vs crecimiento	Directivos tienen objetivos de poder, prestigio, promoción y remuneración, por lo que pueden perseguir un objetivo de crecimiento de la empresa superior al que maximiza el valor	El consejo de administración debe vigilar los intereses de los accionistas.
Comportamiento "imitador"	Objetivo de reputación del directivo que le lleva a imitar las decisiones de inversión de otros directivos	Continúa vigilancia del entorno.  Decisión de las inversiones en manos del consejo de administración, auxiliados por una comisión o por expertos independientes.
Horizonte temporal	Directivos tienden a tener horizontes más cortos para alcanzar los resultados de las inversiones	Uso de Internet en la comunicación corporativa.

(Fuente: elaboración propia).

La principal vía para acabar con estos comportamientos es la de proporcionar información y estimular la competencia en el mercado de factores, lo que llevaría a la desaparición de los agentes ineficientes (Iranzo, 2004). La mayor parte de la investigación realizada destaca los siguientes mecanismos de control (Adell, 2002; Azofra, 2004):

- Alineación de los intereses de los accionistas y directivos mediante contratos de compensación a los ejecutivos.
- Elección de un consejo de administración que represente los intereses de los accionistas.
- Funcionamiento eficiente de un mercado de control societario.
- Supervisión activa y continua de la dirección por parte de un accionista significativo.
- Activismo institucional.
- Acciones legales de los accionistas dirigidas a bloquear decisiones de los directivos contrarias a sus decisiones o a reclamar indemnizaciones por decisiones pasadas.

Por diferentes motivos, ninguno de estos procedimientos está dando el resultado deseado. (Shleifer y Vishny, 1996; Rajan y Zingales, 2000; Laporta, López de Silanes, Shleifer y Vishny, 1997; Roe, 2002).

Centrándonos en el consejo de administración como sistema de control de los directivos, éste tiene la responsabilidad fiduciaria de salvaguardar las inversiones de los accionistas dentro de la compañía. El consejo de administración debe realizar el papel de intermediario entre los directivos y los accionistas salvaguardando las inversiones realizadas por éstos (Eisenhardt, 1989; Hodge et al, 2003). Los códigos de buen gobierno existentes revelan que su atención principal se centra en los consejos de administración y en todos los aspectos relacionados con su funcionamiento como son: tamaño, frecuencia de las reuniones, proporción entre los distintos tipos de consejeros, criterios de actuación, elección de los consejeros, responsabilidades de los consejeros, separación de poderes, rotación y duración del mandato. Sin embargo la evidencia empírica demuestra que ha habido algunas contradicciones existentes entre las mejores prácticas y la realidad (Azofra, 2004).

El Código Unificado (2006) recomienda, que el nombramiento de los consejeros, debe tener como propósito común la defensa del "interés social". A la hora de concretar el significado de este concepto, el código opta por una interpretación contractualista, que pone el énfasis en el interés común de los accionistas o en el interés del accionista común. Considera esta opción la más adecuada para un ejercicio efectivo y

preciso de responsabilidad y la que mejor responde a las expectativas de los inversores, ante quienes ha de rendir cuentas el consejo. Por ello establece que el objetivo último de la compañía y, por tanto, el criterio que presida la actuación del consejo sea la maximización, de forma sostenida del valor económico de la empresa. Frente a otras interpretaciones más amplias del "interés social" formuladas por el enfoque stakeholder, ésta parece preferible, porque proporciona al consejo y a las instancias ejecutivas sujetas a su supervisión una directriz clara, que facilita la adopción de decisiones y su evaluación. Por ello, se establece en la recomendación nº 7 del Código Unificado:

*"Que el Consejo desempeñe sus funciones con unidad de propósito e independencia de criterio, que dispense el mismo trato a todos los accionistas y se guíe por el interés de la compañía, entendido como hacer máximo, de forma sostenida, el valor económico de la empresa. Y que vele asimismo para que en sus relaciones con los grupos de interés (stakeholders) la empresa respete las leyes y reglamentos; cumpla de buena fe sus obligaciones y contratos; respete los usos y buenas prácticas de los sectores y territorios donde ejerza su actividad; y observe aquellos principios adicionales de responsabilidad social que hubiera aceptado voluntariamente."*

Asimismo, estimula al consejo a que cumpla con la función más esencial e irrenunciable, la denominada "función general de supervisión", integrada por tres responsabilidades fundamentales: 1) orientar e impulsar la política de la compañía (responsabilidad estratégica), 2) controlar las instancias de gestión (responsabilidad de vigilancia) y 3) servir de enlace con los accionistas (responsabilidad de comunicación). Esta responsabilidad ha sido obviada por el consejo durante mucho tiempo. El eje dirección-consejo-accionistas, debe fortalecerse, de forma que la opinión de los inversores llegue al consejo y a la dirección antes de la Junta de accionistas o antes de que deshagan sus posiciones en la empresa (Fernández Romero, 2004). De hecho actualmente en conformidad con la ley del mercado de valores vigente, el artículo 117 establece que el consejo de administración de las empresas es responsable de la información que sobre gobierno corporativo la empresa proporcione a través de Internet.

La actuación de los consejos de administración debe ser transparente. Según el Diccionario de la Real Academia de la Lengua, "transparente" se define como "el cuerpo a través del cual pueden verse los objetos distintamente". Al aplicar este concepto a las organizaciones en cuanto a su gobierno se refiere a las personas que participan en el gobierno de la empresa, sus procesos de toma de decisiones y su verdadera situación económica, entre otros. Esto significa que transparencia es igual a información (Aldama y Miñón, 2004). Significa revelar que está haciendo la dirección y el consejo de administración y entonces, validar sus resultados (Muñoz Paredes, 2004). Transmitir esta información al mercado sería complicado y costoso para las organizaciones, pero la tecnología de Internet facilita la responsabilidad de comunicación del consejo a

muy bajo coste y de forma rápida y universal.

La tecnología de Internet ha propiciado el conocimiento que sobre la empresa tienen los inversores. La evidencia empírica sobre la comunicación de las organizaciones en Internet demuestra que el objetivo de la página web de la organización es difundir información corporativa a todos los grupos de interés (Del Águila, 1999). Entre otras informaciones, sobre la dirección, el consejo de administración y las decisiones sobre que inversiones va a realizar la empresa; dificultando de esta manera la posibilidad de discrecionalidad y comportamiento oportunista de los directivos (So y Smith, 2003).

A la vista de la importancia que adquieren las personas que ocupan los puestos de consejeros, en cuanto a su labor general de supervisión frente a los posibles comportamientos oportunistas de la dirección, la Recomendación de la Comisión Europea de 15 de febrero de 2005 nº 11.4 propone que:

*“Cuando se proponga el nombramiento de un administrador, se deben divulgar las competencias particulares que cualifican a su persona para formar parte del consejo de administración o de supervisión. Para permitir a los mercados y al público apreciar si estas competencias siguen siendo apropiadas al cabo del tiempo, el consejo de administración o de supervisión debe publicar anualmente un perfil de su composición e información sobre las competencias particulares de cada uno de sus miembros que les cualifican para formar parte del mismo.”*

El Código Unificado (2006) va más allá que los códigos españoles anteriores, al establecer que las sociedades cotizadas den a conocer públicamente –y mantengan debidamente actualizados- los datos personales y profesionales esenciales de todos los miembros de su consejo. Por ello, asevera en su recomendación nº 28:

*“Que las sociedades hagan pública a través de su página web, y mantengan actualizada, la siguiente información sobre sus consejeros:*

- a) Perfil profesional y biográfico;*
- b) Otros Consejos de administración a los que pertenezca, se trate o no de sociedades cotizadas;*
- c) Indicación de la categoría de consejero a la que pertenezca según corresponda, señalándose, en el caso de consejeros dominicales, el accionista al que representen o con quien tengan vínculos.*
- d) Fecha de su primer nombramiento como consejero en la sociedad, así como de los posteriores, y;*
- e) Acciones de la compañía, y opciones sobre ellas, de las que sea titular.”*

El cumplimiento de esta recomendación proporciona credibilidad a la empresa, es decir, proporciona transparencia y confianza cuando intenta convencer a los inversores externos para que aporten fondos (Berglof, 1997). En caso contrario, cuando se ocultan los datos del consejo, la evidencia demuestra que es debido, con mayor frecuencia de lo que sería aconsejable, a que los consejos están llenos de amigos del mundo de los negocios y la alta dirección de la empresa; tienen agendas de trabajo o relaciones no coherentes con la propiedad de la empresa; o pueden carecer de los conocimientos, habilidades y experiencia para actuar de la manera que mejoren el control y resultados de la empresa (Hodge et al, 2003). Cuando la composición del consejo es así, existen más posibilidades de que los directivos tengan un comportamiento oportunista contrario a una situación de confianza.

### **2.1.4 Asimetría de información**

La evidencia empírica muestra que la información relacionada con intercambios o transacciones no está uniformemente repartida entre todos los partícipes de la empresa (Perrow, 1993). Los conflictos generados por situaciones de información asimétrica mantienen como nota distintiva la existencia de un grupo formado por la propia dirección o por los accionistas mayoritarios o fuertemente implicados en la gestión de la empresa - "insiders" - que posee información confidencial sobre las características de la empresa o sobre la calidad de sus oportunidades de inversión de la que carecen el resto de los inversores.

Mientras el derecho norteamericano define el "insider trading" como la compra - venta de acciones por trabajadores, directivos y accionistas que poseen más del 10% de las acciones de una empresa cotizada en una Bolsa nacional, haciendo así referencia al sujeto que posee la información, la ley española utilizando el equivalente "información privilegiada", tiende a subrayar el contenido u objeto de la información más que al sujeto que la posee, señalando que toda persona que por razón de su trabajo, profesión, cargo o funciones posea datos o informaciones relativos a los mercados de valores, deberá impedir la utilización abusiva o desleal de dichos datos, sin que puedan ejecutar por cuenta propia o ajena operaciones en el mercado sobre los valores a que la información se refiera.

Estos individuos deberán informar al regulador, en el caso español la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y publicar en la página web, todas las transacciones que realicen con las acciones de sus empresas. Estas acciones tienen efectos informativos que pueden afectar a los rendimientos de la empresa tanto de forma directa a través de la señal enviada al mercado como de forma indirecta a través de los efectos derivados de la mayor concentración de propiedad en manos de individuos internos (mediante la compra de títulos) o de la menor propiedad en manos de dichos individuos (a través de la venta de títulos); propiedad que hemos establecido como uno de los mecanismos de gobierno de la empresa, con el consiguiente efecto

sobre los rendimientos de ésta.

El actual proyecto de directiva sobre abuso de mercado que desarrolla la directiva 2003/6/CE, publicado el 26 de octubre del 2006, actualmente en fase de consulta, establece que la información privilegiada es la información de carácter concreto, que no se ha hecho pública, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos.

En 1934, el Congreso de Estados Unidos decidió que las transacciones realizadas por los miembros de la empresa no eran buenas para los mercados financieros por lo que dichas transacciones fueron reguladas por la SEC. Sin embargo, no todos los países han seguido el ejemplo americano. Las ventajas de la negociación por los "insiders" han sido debatidas en una doble vertiente:

- 1) ¿es justa la transacción cuando los individuos están informados de manera distinta?
- 2) ¿es económicamente eficiente permitir las transacciones por los "insiders"?

Leland (1992) utilizando un modelo de expectativas racionales con un nivel de inversión endógeno muestra los beneficios y costes de las transacciones realizadas por los internos. Los argumentos más comunes a favor de dichas transacciones son:

- a) Las transacciones por los "insiders" incorporan información nueva y útil a los precios de los títulos. Los que toman las decisiones podrán reducir el riesgo y mejorar el rendimiento cuando los precios reflejan mejor la información.
- b) Puesto que se reduce el riesgo, el precio de los títulos será mayor y se realizarán mayores inversiones reales.

Los argumentos en contra pueden resumirse en tres:

- a) los inversores externos invertirán menos porque el mercado es "injusto". El precio de los títulos será menor y se incurrirá en una menor inversión real;
- b) se reducirá la liquidez del mercado; y
- c) los precios de los títulos serán más volátiles, perjudicando a los inversores que tienen necesidad de liquidez.

Los resultados de Leland (1992) apoyan algunos de estos argumentos, sin embargo deja abierta la controversia ya que sugiere que el beneficio o coste de las transacciones realizadas por "insiders" dependerá de las características de los mercados.

En varios trabajos se ha documentado que la información privilegiada permite a los "insiders" obtener un rendimiento superior a la media, sin embargo esta interpretación es incompleta, ya que los internos también soportan el coste del riesgo específico de la empresa. Por lo tanto, el mayor rendimiento obtenido por los "insiders" al negociar en el mercado de capitales no puede ser interpretado como un mayor rendimiento personal que reciben éstos sobre los inversores externos.

También es cierto que los internos o accionistas controladores no son los únicos que pueden poseer información privilegiada. Otros, como los trabajadores, bancos y quienes negocien con la empresa, tendrán acceso a dicha información. En este sentido, cabe preguntarse ¿pueden beneficiarse de la información privilegiada sin mejorar las operaciones de la empresa? Por un lado, los trabajadores deben soportar el riesgo de especializar su capital humano en función de las necesidades de la empresa. Por otro lado, los bancos y quienes negocian con la empresa no sólo reciben información de la empresa sino que también dan información a la misma, por lo que la información privilegiada se convierte en un medio de pago por este tipo de servicios que, por su naturaleza, no pueden recogerse en un contrato explícito. La posesión de información privilegiada por parte de los internos o de quien detenta el control de la empresa se pone de manifiesto en el estudio de Demsetz (1986) en el que partiendo de la hipótesis de que el acceso a la información privilegiada es mayor para los accionistas que poseen relativamente más acciones, encuentran como en aquellas en las que la concentración de propiedad es mayor el volumen de transacciones realizadas por los internos es hasta 7 veces mayor que en aquellas empresas en las que ningún accionista posee más del 0,02% de las acciones.

Las transacciones que se realizan con información privilegiada, crean por tanto oportunidades de beneficio a expensas de otros inversores. Esta transferencia de riqueza, dado que afecta a los accionistas minoritarios, es vista como parte del coste soportado por los accionistas minoritarios para promover una supervisión más efectiva de la empresa (a través de la mayor concentración del accionariado o mayor propiedad interna). Dado que este coste aumenta en mayor cantidad cuando los accionistas minoritarios realizan transacciones más frecuentemente, los accionistas minoritarios deberían mantener sus títulos por periodos más largos de lo que lo harían en ausencia de información privilegiada. Esta estrategia de comprar y mantener los títulos no supone una protección perfecta en contra de la información privilegiada dado que impone costes de iliquidez sobre los inversores.

Una de las razones por las que Manne (1966) permite las transacciones por internos es que mediante éstas, la información poseída por los internos se transmite rápidamente a los precios de los títulos y por tanto aumenta la eficiencia de los mercados de capitales. Esta idea se basa en el hecho de que la compra de valores puede mejorar el alineamiento de intereses entre los externos y los internos permitiendo a los directivos beneficiarse de la apreciación en el valor de la empresa provocada por sus esfuerzos. Fishman y Hagerty (1992) por el contrario, muestran cómo las transacciones de los internos desmotivan la producción de información por parte de los analistas externos y reducen por tanto la eficiencia informativa neta de los mercados de valores. En este sentido, Noe (1997) amplía la literatura sobre riesgo moral e información privilegiada asumiendo que el directivo realiza su decisión entre esfuerzo / compra-venta de títulos una vez que la remuneración ha sido fijada, concluyendo que existe un efecto sustitución entre la remuneración explícita directiva y las oportunidades de transacción de los internos. En otras palabras, cuando los accionistas permiten las transacciones de los internos, ofrecerán paquetes de remuneración menos atractivos. A cualquier nivel fijo de remuneración, permitir la transacción por los internos mejora los incentivos a esforzarse de los directivos. Sin embargo, el efecto sustitución lleva a las empresas a reducir las rentas que ganan los directivos, reduciendo la remuneración cuando se les permite la compra-venta de acciones.

Por otro lado, existen dos razones por las cuales los internos, o quienes poseen información privilegiada en la empresa, están dispuestos a comunicar más información al mercado. En primer lugar, porque las transacciones realizadas por los internos son informativas en sí mismas. Dado que otros participantes del mercado pueden observar estas transacciones, podrán inferir las implicaciones que sobre el valor tiene la información no pública que se esconde detrás de la decisión de inversión. Segundo, la posibilidad de obtener un beneficio derivado de la mayor información del interno crea incentivos adicionales para que éste comunique nueva información. De acuerdo con el primer argumento, la información privilegiada será comunicada rápidamente y a bajo coste a otros inversores del mercado a través de los precios. Los trabajos teóricos sobre expectativas racionales con ruido, sugieren que los precios de los títulos revelan sólo parcialmente la información de los allegados. Esta revelación parcial crea oportunidades de beneficio para los que se encuentren más informados lo que contribuye a compensar sus costes de adquisición de información y sus potenciales costes legales. En cuanto al segundo de los argumentos, ha sido demostrado tanto teórica (Manne, 1966), como empíricamente (Penman, 1982). Un directivo tendrá una mayor probabilidad de comunicar información al mercado (como una previsión de ganancias), si recibe algo a cambio.

Sin embargo, John y Narayanan (1997) han demostrado empíricamente como el hecho de que se obligue a los "insiders" a revelar información sobre sus transacciones a posteriori origina incentivos para que los que poseen algún tipo de información privilegiada manipulen el mercado negociando en contra de lo que sería conveniente en función de la información de que disponen. Esto les permite incrementar los beneficios

derivados de sus transacciones, ya que poseen una ventaja informativa sobre el mercado durante un periodo de tiempo más largo. Muestran como la probabilidad de manipulación depende de su ventaja informativa, el número de otros "insiders", la liquidez del mercado, la velocidad de transmisión de la información al público, y la elección del volumen de negociación.

Es evidente que todas las organizaciones tienen información interna que necesitan manejar y que forma parte de su estrategia, permanencia en el mercado y de la ventaja competitiva que una empresa de éxito debe desarrollar. Por eso la Directiva 2003/6/CE sobre las operaciones con información privilegiada, prohíbe al que posea información privilegiada utilizar dicha información adquiriendo o cediendo o intentando adquirir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a que se refiera dicha información. Esta prohibición se aplicará a cualquier persona que esté en posesión de esa información:

- a) por su condición de miembro de los órganos de administración, gestión o control del emisor;
- b) por su participación en el capital del emisor;
- c) por tener acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones,
- d) debido a sus actividades delictivas.

Una mayor comunicación de las transacciones efectuadas por personas que ejercen competencias de dirección en las organizaciones y, en su caso, por personas estrechamente vinculadas con estas, constituye una medida preventiva contra el abuso del mercado. La publicación de dichas transacciones, al menos de forma individual, también puede ser un elemento de información de gran valor para los inversores. La mejor forma para dar a conocer esta información es que se publique en Internet durante un periodo de tiempo adecuado.

### **2.1.5 Racionalidad limitada**

La teoría de racionalidad limitada propuesta por Herbert Simon (1964), hace hincapié en las limitaciones de la racionalidad en los procesos de toma de decisiones que realizan las personas. Simon resalta el uso de los procesos cognitivos en la toma de decisiones más que los procesos neuronales, de modo que entiende que es la mente humana la reguladora de los procesos de decisión (Simon, 1983; Rescher, 1999)

Para comenzar, Simon (1993) habla de un mecanismo que las personas construyen en su interior y que se llama *niveles de aspiración*. Este mecanismo se forma mirando alrededor, analizando la información que se tiene, la que se puede llegar a tener y la que poseen los demás. En base a este mecanismo se forman las *expectativas*, esas expectativas pueden dar una buena medida del nivel de satisfacción que cabe esperar con la decisión a tomar (González, 2002).

Una vez que se sabe a donde dirigirse, se realiza una búsqueda selectiva de todo aquello que pueda servir para la consecución de los fines marcados. La teoría administrativa es la teoría de la racionalidad intencionada y limitada del comportamiento humano. Todo comportamiento implica una selección consciente o inconsciente de la persona que actúa, entre todas las acciones posibles. En base a la información que se posee, la mente va discriminando datos de manera que se llegue por intuición a tomar decisiones. Es decir, llega a construir en su mente pautas de *racionalidad adaptativa* (Simon, 1983, Selten, 2001).

Una vez seleccionada una de las acciones posibles, esto significa renunciar a otras líneas de acción. Cada decisión comprende la selección de una meta y un comportamiento relacionado con la misma, es decir, se selecciona un estado futuro de cosas con preferencia a otro y se dirige el comportamiento a la alternativa elegida. En una palabra: las decisiones tienen tanto un contenido ético como fáctico (Simon, 1973). La tarea de la elección racional consiste en tomar aquella decisión que vendrá seguida por una serie preferida de consecuencias (ver figura 2.3). La tarea de decidir entraña tres pasos:

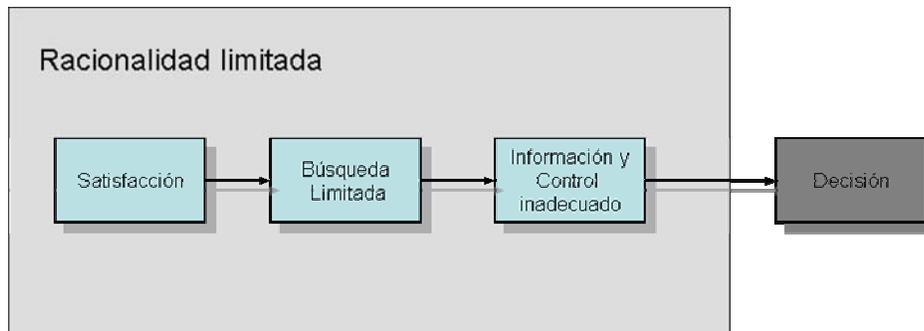
- 1) Seleccionar una meta que aunque no sea la mejor, se obtenga satisfacción. O lo que es lo mismo, unos resultados razonables.
- 2) Realizar la búsqueda limitada de soluciones alternativas hasta encontrar una que parece la adecuada. Entonces, ésta que se lleva a cabo.
- 3) Contar con información y control inadecuado de las fuerzas ambientales externas e internas que influyen sobre los resultados de las decisiones.

Según la economía clásica y neoclásica, cuando una persona está en proceso de decidir algo, lo hace buscando alcanzar el resultado óptimo, en el sentido del máximo de la utilidad subjetiva esperada en función de sus recursos. Ahora bien, la experiencia y la evidencia empírica han demostrado que la optimización entendida como maximización, no existe. Las personas, en función de sus niveles de aspiración, normalmente se conforman con satisfacer sus necesidades, llevando a cabo un cálculo entre sus posibilidades reales y un resultado aceptable que cubra sus necesidades (Simon, 1955; Selten, 1998, Roth, 1987).

Esta teoría reconoce que en realidad, a una persona quizás le resulte imposible obtener la información

completa relacionada con todas las alternativas disponibles o llegar a conocer cual es el resultado de todos los cursos de acción, sin importar el tiempo y recursos que consuma (Simon, 1983). Los agentes no son supuestamente capaces de predecir las consecuencias de sus elecciones individuales a nivel de sistema, por lo que deciden optimizar su propia conveniencia y no, la del sistema (March y Simon, 1993; Bueno et al, 2006).

Figura 2.3 Toma de decisiones según el enfoque de la racionalidad limitada.



(Fuente: elaboración propia.)

Aplicando esta teoría a la empresa partimos de que el agente económico cuando toma decisiones busca en principio satisfacer sus deseos y necesidades, más que enredarse en cálculos probabilísticos que le supongan elevar el coste de elegir la mejor alternativa (Hwang y Burgers, 1997). Y esto porque, como dice Simon, la racionalidad humana está limitada por su propio conocimiento y su capacidad de computación. Siguiendo con este supuesto, la racionalidad limitada implica que los directivos, propietarios y otros terceros tienen limitada su habilidad para procesar la información sobre la empresa (Simon, 1976). Éstos son incapaces de procesar toda la información disponible, necesitan tiempo y habilidad para recoger y usar la información necesaria eficientemente. Adicionalmente, a causa de la dinamicidad del entorno y la incertidumbre, alguna información puede no estar disponible a ningún coste (Hodge et al, 2003). Una de las metas de las empresas es crear mecanismos necesarios de gobierno que reduzcan al máximo posible la incertidumbre y que maximice la información disponible y por tanto, reduzca el impacto de la racionalidad limitada. La información que se facilite a los mercados debe cumplir los siguientes requisitos (Aldama y Miñón, 2004):

1. La información debe ser completa: datos económicos, composición de la empresa, toma de decisiones, información social y cualquier información que permita a los inversores formarse una imagen fiel.

2. La información debe ser correcta y veraz. Es decir, que no se descubra posteriormente que se está ocultando algo o manipulando información al mercado, incurriendo, así, en responsabilidad.
3. La información debe ser simétrica y equitativa. Para todos los accionistas e inversores por igual, con independencia de su grado de participación en la empresa.
4. La información debe transmitirse en tiempo útil.

Algunos autores proponen otra característica de la información necesaria para la toma de decisiones útil, es decir, orlada por cualidades predictivas y confirmatorias. Esta característica es la relevancia de la información (Gonzalo Angulo, 2004).

La tecnología de Internet incide sobre el conocimiento que se puede adquirir (Anderson, 1991; González, 1998) y por tanto, en los procesos racionales (González, 2003). Al analizar la tecnología de Internet, Rescher (1999) señala que la tecnología tiene, al menos, dos dimensiones: 1) la dimensión práctica, que es la búsqueda inteligente de algo conscientemente buscado, y 2) otra de carácter evaluativo, que es la atención a los fines adecuados, eliminando la información que no maximiza estos fines, dentro de los límites impuestos por las condiciones dadas y por las restricciones (Simon, 1990).

En la dirección de las empresas, la responsabilidad final de la determinación de los objetivos de la empresa, descansa en el consejo de Administración y, en último término, en los accionistas (Barnard, 1938). La organización debe transmitir la información de arriba a bajo y lateralmente, y proporcionar canales de comunicación a través de los cuales fluya la información para la toma de decisiones. La puesta a disposición de la información utilizando la tecnología de Internet, debidamente señalada, es uno de los mecanismos de buen gobierno utilizado para reducir los riesgos de la racionalidad limitada.

## 2.2 Los códigos de buen gobierno: Sistemas de control del problema de agencia

Los códigos de buen gobierno pretenden proporcionar mecanismos que garanticen la supervivencia de la empresa a largo plazo y la transparencia en todos los ámbitos de actuación de la empresa. De esta forma se genera “el clima de confianza que requiere la eficiencia de la empresa y el progreso social”, explica en su introducción el Informe Aldama (2003). Todos los códigos de buen gobierno publicados en España persiguen los principios de transparencia, confianza y valor para el accionista (ver tabla 2.3). A continuación, se van a analizar los factores analizados por la doctrina para demostrar la influencia de los códigos de buen gobierno en la transparencia, el valor para el accionista y la reducción de los costes de agencia condiciones necesarias para la confianza. En el apartado siguiente se analizará la influencia de la tecnología de Internet desde el enfoque de la confianza.

**Tabla 2.3 Principios que rigen los códigos de buen gobierno en España.**

Código de Buen Gobierno	Principio	Veces que se menciona de forma explícita
Código Olivencia	<p>Transparencia:                      “Mayores cotas de eficacia, agilidad, responsabilidad y transparencia en el gobierno de las sociedades que apelan a los mercados financieros.”</p> <p>Confianza                      “Asegurar la confianza de los accionistas y los mercados en los Consejos de Administración.”</p> <p>Valor para el accionista                      “maximización del valor de la empresa o, para decirlo con una fórmula que ha arraigado en medios financieros, la creación de valor para el accionista”</p>	<p>25 veces</p> <p>5 veces</p> <p>38 veces</p>

---/---

Tabla 2.3 Principios que rigen los códigos de buen gobierno en España (cont.).

Código de Buen Gobierno	Principio	Veces que se menciona de forma explícita
Informe Aldama	<p>Transparencia:                      “establecer criterios y pautas con vistas a aumentar “la transparencia y la seguridad en los mercados.”</p> <p>Confianza                      “Este es el núcleo fundamental de la exigencia de seguridad en los mercados: los inversores han de tener confianza en que el valor producido por la empresa se distribuye correctamente”.</p> <p>Valor para el accionista                      “los inversores han de tener confianza en que el valor producido por la empresa se distribuye correctamente”</p>	<p>43 veces</p> <p>3 veces</p> <p>50 veces</p>
Código Unificado	<p>Transparencia:                      “con el fin de aumentar la transparencia del proceso de toma de decisiones.”</p> <p>Confianza                      “Corresponderá a los accionistas, a los inversores y, en general, a los mercados valorar las explicaciones que las sociedades cotizadas den sobre el grado de cumplimiento de las recomendaciones.”</p> <p>Valor para el accionista                      “Que dispense el mismo trato a todos los accionistas y se guíe por el interés de la compañía, entendido como hacer máximo, de forma sostenida, el valor económico de la empresa.”</p>	<p>43 veces</p> <p>2 veces</p> <p>39 veces</p>

(Fuente: elaboración propia).

En definitiva, estos principios pretenden aminorar los problemas de agencia anteriormente vistos y establecer el clima necesario para que se establezca una relación de confianza entre las empresas y los inversores. Para verificar si han cumplido el papel para el que fueron publicados, se va a analizar el resultado obtenido desde su promulgación.

### **2.2.1 El buen gobierno corporativo como sistema de control de la transparencia**

Las prácticas de contabilidad creativa, el limitado papel de los auditores y sobre todo, la existencia de un espectacular incremento de empresas con graves problemas financieros que no se reflejaban en las cuentas anuales y los casos de fraude (Saudagaran, 2001), se mencionan como detonantes del creciente interés por el gobierno de la empresa (Keasey y Wright, 1993). Es más, se ha considerado que la existencia de ciertos problemas en el sistema de gobierno de éstas podía ser imputable, en algunos casos, a deficiencias en su política de presentación de información (Whittington, 1993).

La calidad de la información financiera proporcionada por la empresa, es fundamental para reducir las asimetrías de información y la discrecionalidad de los directivos. Los factores de buen gobierno corporativo que contribuyen a mejorar la calidad de la información son aquellos que limitan la libre actuación de la dirección, reduciendo las prácticas manipuladoras (Kaszniak, 1999).

La literatura previa en investigación sobre gobierno corporativo se ha centrado principalmente en estudiar: 1) la composición óptima del consejo de administración y en particular el papel desempeñado en por los consejeros no ejecutivos que velan por los intereses de los accionistas (Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983); y 2) el papel de las comisiones delegadas de consejo, especialmente la comisión de auditoría (Weale, 2000). Como consecuencia de este punto, sin ánimo de ser exhaustivos, ampliaremos el análisis a: 3) el papel del auditor externo.

Finalmente, se ha visto que estos estudios ofrecen la evidencia de que los consejeros externos (no ejecutivos) influyen en las decisiones de negocio tomados por la gerencia (Weisbach, 1988). En particular, diversos estudios han documentado el papel constrictor de los consejeros independientes (Beasley, 1996; Dechow et al, 1996; Peasnell, et al; 2001) y de los comités de auditoría independientes (Klein, 2002; Xie et al, 2003) sobre las prácticas contables manipuladoras y fraudulentas y por tanto, como garantes de la calidad de la información. Por lo que brevemente se desarrollará el punto 4) nombramiento de los consejeros independientes.

## 1) La composición del consejo de administración

El sistema de propiedad de las empresas españolas se caracteriza por una elevada concentración empresarial, lo que permite identificar los tipos de miembros del consejo que, siguiendo las recomendaciones de los códigos de buen gobierno, se dividen en: 1) ejecutivos, que detentan un cargo directivo en la compañía y están involucrados directamente en la gestión de la misma; 2) dominicales, que representan los intereses de los grupos accionariales capaces de influir en el control de las sociedades; y 3) los independientes que no están vinculados ni con el equipo directivo ni con los grupos de control, sino que se les selecciona por su alta capacitación profesional y se encargan de velar por los intereses de los accionistas minoritarios (free float). Su pertenencia al consejo de la empresa proporciona a este tipo de consejeros la oportunidad de ejercer un control directo sobre el proceso de elaboración de la información contable que se va a comunicar a los accionistas (O'Sullivan, 2000).

Los estudios realizados sobre empresas que manifiestamente han llevado a cabo prácticas manipuladoras de las cifras contables, encuentran que estas compañías no suelen tener un comité de auditoría y concentran en una sola persona las figuras de presidente y primer ejecutivo (Dechow et al, 1996; Beasley, 1996).

La literatura sugiere que la presencia de miembros no ejecutivos en el consejo constituye un freno a la manipulación de la información. Entre otros trabajos cabe destacar los realizados por Dechow et al. (1996) sobre 92 empresas investigadas por la SEC por manipular beneficios; Beasley (1996) sobre 75 empresas que habían cometido fraudes financieros y 75 empresas que no los habían cometido; Peansell et al. (2000) en el Reino Unido, con una muestra de 1260 observaciones 630 pre-Cadbury y 630 post Cadbury; Klein (2002) sobre una muestra de 692 observaciones empresa-año durante el periodo 1991-1993 y Xie et al. (2003) sobre una muestra de 282 observaciones empresa-año durante el periodo 1992-1996.

Al objeto de limitar las prácticas oportunistas y fraudulentas, el consejo de administración se considera el órgano fundamental de gobierno en todos los códigos, así como un mecanismo que debe velar por los intereses de los accionistas ejerciendo una estricta supervisión del equipo directivo (Salas Fumás, 2002). Como consecuencia de lo anterior, los códigos de buen gobierno hacen recomendaciones concretas sobre su composición, tamaño y estructura (ver tabla 2.4).

**Tabla 2.4 Recomendaciones de los códigos promulgados en España sobre composición, tamaño y estructura del consejo de administración.**

Código	Composición	Tamaño	Estructura
Olivencia	Rec. 3 mayoría de externos ,	Rec.4 entre 5 y 15 miembros	Rec 8 Que se constituya en Comisiones delegadas de control, compuestas exclusivamente por consejeros externos, en materia de información y control contable (Auditoria); selección de consejeros y altos directivos (Nombramientos); determinación y revisión de la política de retribuciones (Retribuciones); y evaluación del sistema de gobierno (Cumplimiento).
Aldama	Mayoría de externos y dentro de estos de independientes	Un nº razonable que garantice su operatividad	Que el Consejo de Administración constituya en su seno Comisiones especializadas.
Unificado	Rec.10 mayoría de externos y al menos un tercio de independientes	Rec. 9 entre 5 y 15 miembros	Rec 42. Comisión delegada Rec 44 Que el Consejo de Administración constituya en su seno, además del Comité de auditoria exigido por la Ley del Mercado de Valores, una Comisión, o dos comisiones separadas, de Nombramientos y Retribuciones.

(Fuente: elaboración propia).

En España, de forma consistente con el modelo americano, los resultados obtenidos en las investigaciones empíricas (García Osma y Gill de Albornoz, 2005; García et al., 2005) demuestran que la presencia de consejeros dominicales en el consejo constriñe las prácticas manipuladoras. Como señalan Shleifer y Vishny (1986), estos inversores asumen el papel de los propietarios tradicionales de la empresa y ejercen un control más directo sobre la gerencia reduciendo el problema de agencia.

Sin embargo, en contra de lo que se ha observado previamente en el contexto anglosajón, que sirvió de base para establecer las recomendaciones del Informe Aldama y del Código Olivencia, los resultados de los análisis empíricos realizados en el contexto español no confirman el papel constrictor de los consultores independientes (García Osma y Gill de Albornoz, 2005; García et al., 2005), corroborándose así las reservas manifestadas por inversores y expertos sobre la figura del consejero independiente en las empresas españolas, que ha llevado a reforzar las incompatibilidades, requisitos de cualificación e independencia de

esta figura en el Código Unificado.

## **2) El comité de auditoría.**

Los diversos códigos muestran la importancia que las comisiones delegadas tienen como órganos de supervisión del consejo. Aunque no hay unanimidad a la hora de decidir cuales deberían ser, en la ley española es obligatoria la existencia del comité de auditoría y, muy recomendable, la del comité de nombramientos y retribuciones por separado y otros comités especializados según necesidad.

La evidencia empírica muestra que el comité de auditoría contribuye a la reducción de las prácticas manipuladoras y por tanto, a la transparencia cuanto mayor es el porcentaje de miembros no ejecutivos que lo componen (Defond y Jialbalvo, 1991; Klein, 2002; Xie et al., 2003). Igualmente, algunos autores afirman que una reducción de la independencia de la comisión de auditoría desemboca en más frecuentes salvedades en el informe de auditoría, más frecuentes actuaciones de las autoridades del mercado a este respecto (Dechow et al., 1996) y mayor gestión de beneficios (Klein, 2002; Bradbury et al., 2002). Si bien, no hay unanimidad entre la doctrina al respecto y algunos autores dudan de que la comisión de auditoría desempeñe adecuadamente la función para la que ha sido nombrada (Spira, 1999).

Una de las principales funciones de la comisiones de auditoría es proponer la selección, designación, renovación y remoción del auditor externo.

## **3) El auditor externo.**

La calidad de la información contable está vinculada a la calidad y prestigio del auditor. Los auditores de mayor calidad limitan las prácticas fraudulentas de información (Kim et al, 2003). Los estados financieros auditados por las principales empresas gozan de mayor credibilidad (Ho y Wong, 2001). Para identificar la calidad de los auditores se suele utilizar el criterio del tamaño del auditor (Dechow et al, 1996; Becker et al, 1998; Francis et al, 1988).

En cuanto a los mecanismos externos de supervisión se ha observado la importancia que adquiere el auditor externo en lo que tiene que ver con la calidad de la información. Para analizar este mecanismo se ha utilizado en las investigaciones realizadas la dimensión de prestigio del auditor (López y Jara, 2006).

Al desarrollar la confianza que la empresa puede proporcionar a través de Internet en el apartado 2.3, se volverá sobre este punto.

#### 4) El nombramiento de los consejeros independientes.

El Código Olivencia destacaba el papel del consejero independiente como “aquel que hace valer en el consejo los intereses del capital flotante”, para ello no debe incurrir en ninguna de las incompatibilidades, recogidas en la recomendación 5 del Código Unificado, que completan las recogidas anteriormente en el Informe Aldama. Por tanto su selección es muy importante, y aunque el Código Unificado ha incrementado la información que debe aparecer en la página web de la sociedad respecto a los consejeros independientes y el proceso de selección que debe realizarse por una comisión que se encargue de ello. De otro modo serían nombrados por la gerencia y quedarían supeditados a sus intereses. Si en línea con lo anterior, estos consejeros constituyen un freno a las prácticas manipuladoras, la proporción de consejeros independientes debería ser superior a la de consejeros ejecutivos (Hermalin y Weisbach, 2003; Prowse, 1995). El Código Unificado recomienda que las comisiones estén compuestas exclusivamente por consejeros externos, con un mínimo de tres y que sus presidentes sean consejeros independientes. Puesto que las recomendaciones del Código Unificado no serán aplicadas en las empresas hasta el 2007, se deberá analizar el papel de los consejeros en este nuevo contexto, a partir de esa fecha.

### **2.2.2 El buen gobierno corporativo vigilante del valor para el accionista**

La presumible crisis de gobierno que han sufrido las empresas, puesta de manifiesto en unos pobres resultados para los accionistas, se han atribuido a un deficiente funcionamiento del consejo de administración, que se configura como el vértice del sistema de valor de las empresas, puesto que implica la supervisión y validación de las decisiones corporativas (Fama, 1980; Zahra y Pearce, 1989; Jensen 1993; Bainbrigde, 1993; Hitt et al, 1996; Salas Fumas, 2002).

Los factores que influyen en la aportación de valor del consejo de administración son el tamaño, la estructura y el proceso de funcionamiento (Zahra y Pearce, 1989; Maasen; 1999).

#### 1) Tamaño del Consejo.

La literatura empírica sobre consejos de administración hace descansar su eficiencia sobre el tamaño de este órgano de gobierno (Jensen, 1993; Yermarck, 1996; Eisenberg et al., 1998). La dimensión del consejo puede influir en su eficacia supervisora, de tal forma que un tamaño elevado aunque en principio puede ser beneficioso por la cantidad y variedad de opiniones (Pearce y Zahra, 1992), también puede suponer un impedimento para la toma de decisiones de forma rápida y eficiente. En un consejo de administración grande podrían aparecer problemas de coordinación e información (O'really et al, 1989; Lipton y Lorsch, 1992;

Jensen, 1993). La mayor parte de la evidencia empírica muestran una relación negativa entre tamaño del consejo y los resultados o valor de la empresa (Yermarck, 1996; Eisenberg et al, 1998; Azofra et al, 1999; Wiblin y Wood, 1999; Andrés et al, 2000).

Los consejeros independientes al no estar vinculados a la propiedad de la empresa pueden ejercer un mayor control sobre el consejo y por tanto incrementar el valor de la empresa (Chen y Jaggi, 2000). En ese sentido la evidencia empírica sugiere que el nombramiento de consejeros independientes incrementa el valor de la empresa (Rosenstein y Wyatt, 1990), aunque como hemos dicho en el subapartado anterior también hay evidencia en contra.

#### **b) Estructura del Consejo.**

Las recomendaciones de los códigos de gobierno estructuran el consejo en diferentes comisiones, cuya función es ayudar a este órgano en sus actividades (John y Senbet, 1998). Estas comisiones se especializan en tareas específicas como: auditoría, nombramientos, retribuciones y otras (Kesner, 1988; Klein, 2002). Más concretamente se estudian variables como el número y tipo de comisiones, número de miembros de las comisiones, el flujo de información entre ellas y la composición de cada comisión (Zahra y Pearce, 1989; Maasen, 1999). Un número mayor de comisiones indica un incremento de los aspectos delegados por el consejo (Vafeas, 1999), lo que implica mayor necesidad de supervisión y coordinación (Klein, 1996 y 1998).

Entre las variables relacionadas con la estructura del consejo, un aspecto de gran importancia es la dualidad de poder, es decir, el hecho que en una misma persona se encuentre el cargo de presidente del consejo y el de máximo ejecutivo de la empresa. (Shivdasani y Yermarck, 1999). La literatura ha criticado la coincidencia de ambos cargos en una misma persona (Jensen, 1993), ya que esta situación da lugar a una concentración de poder que puede llevar a tomar decisiones en beneficio propio, en lugar de aportar valor a los accionistas (Coles et al. 2001).

La recomendación, que se encuentra en todos los códigos de buen gobierno promulgados en España, es la de separación o establecimiento de cautelas. Así, el Código Olivencia dice en la recomendación 5: "Que, en el caso de que el Consejo opte por la fórmula de acumulación en el Presidente del cargo de primer ejecutivo de la sociedad, adopte las cautelas necesarias para reducir los riesgos de la concentración de poder en una sola persona", y el Código Unificado en la recomendación 17:

"Que, cuando el Presidente del Consejo sea también el primer ejecutivo de la sociedad, se faculte a uno de los consejeros independientes para solicitar la convocatoria del Consejo o la inclusión de nuevos puntos en el orden del día; para coordinar y hacerse eco de las preocupaciones de los

consejeros externos; y para dirigir la evaluación por el Consejo de su Presidente”.

La Recomendación de la Comisión Europea de 15 de febrero de 2005. 3.2 es que [...] En casos en los que una empresa prefiera combinar los papeles de presidente y director general o nombrar inmediatamente como presidente del consejo de administración o de supervisión al antiguo director general, este hecho debe ir acompañado de la información sobre cualquier medida de salvaguardia aplicada.

Las investigaciones que se han analizado entre la dualidad directivo-presidente del consejo y el valor de la empresa han dado una relación negativa entre ambas variables (Rechner y Dalton, 1991; Donaldson y Davis, 1991).

### **3) Proceso del Consejo.**

El proceso del consejo según la doctrina, hace referencia al enfoque que sigue este órgano en la toma de decisiones (Vance, 1983; Zahra y Pearce, 1989; Pettigrew, 1992; Huse y Eide; 1996; Huse 1998; Forbes y Millken, 1999). Se incluyen variables como la frecuencia y duración de las reuniones, el nivel de consenso para la toma de decisiones, información precisa y la evaluación formal de la actividad del consejo (Smith, 1994; Demb y Neubauer, 1992). Según la evidencia empírica el buen funcionamiento del consejo puede tener un efecto positivo en el valor de la compañía. Igualmente, la frecuencia de las reuniones puede ser considerada una medida de la eficacia del desempeño en la tarea de control y se concluye que, los consejos que se reúnen con más frecuencia consiguen en mayor medida sus obligaciones de acuerdo a los intereses de los accionistas (Conger et al, 1998). Un análisis en profundidad de estos aspectos sobrepasa el ámbito de esta investigación pero se tendrán en cuenta para seguir líneas de investigación futuras.

## **2.2.3 El buen gobierno corporativo como factor de reducción de los costes de agencia**

La brecha que separa a propietarios y administradores de las compañías se ha hecho más patente en las últimas décadas y los códigos de buen gobierno tratan de salvaguardar los derechos de los accionistas garantizando un comportamiento responsable de los directivos. La relación de agencia surge impregnada de asimetrías de información, que obligan al principal a tomar decisiones basadas en el principio de racionalidad limitada y por tanto, le resulta, a priori, imposible conocer las aptitudes del directivo y supervisar el estricto cumplimiento de las cláusulas concertadas en el contrato. A sabiendas que surgen conflictos entre agente y principal, es necesario realizar una supervisión. Los costes de esta vigilancia se denominan costes de agencia. Pero aunque se sabe que existen, actualmente, no existe un acuerdo sobre una medida omnicompreensiva de dichos costes, por lo que se aconseja para su cálculo combinar varios indicadores, de

modo que aunque ninguno de ellos incorpore la totalidad de los costes de agencia, sirvan para evaluar el modo en como operan los mecanismos de control (Ang et al, 2000).

La mayor parte de la doctrina ha estudiado los costes de agencia de manera indirecta, pues se ha centrado en los efectos sobre la valoración de la empresa por el mercado, lo que lógicamente este mediatizado por el coste de agencia (McConnell y Servaes, 1990; Chen y Steiner, 1999; Cho, 1998).

### **1) Estructura de capital.**

La utilización de recursos propios para la financiación de la empresa presenta ventajas para los directivos, pues les proporciona una discrecionabilidad y flexibilidad que no proporciona la deuda. Los aportantes de recursos propios no requieren una remuneración tan rígida y sometida a un calendario de pagos estricto como los recursos ajenos (Harris y Raviv, 1991; Barclay y Smith; 1997). Desde esta perspectiva la utilización de deuda supone un mecanismo de disciplina directiva y debería existir una relación inversa entre el nivel de endeudamiento de la empresa y los costes de agencia, Así ha sido confirmado por los trabajos realizados en España y en el ámbito internacional (Ang et al, 2000; Menéndez, 2001; Singh y Davidson, 2003).

### **2) Propiedad de los directivos.**

Habitualmente se ha demostrado, que la posesión de propiedad por parte de los directivos hace coincidir sus intereses con de los demás accionistas, lo cual reduce los costes de agencia (Jensen, 1993; McConell y Servaes, 1990; Short et al., 1999; Thomsen y Pedersen, 2000; Salas Fumás, 2002).

### **3) Política de dividendos.**

Como ya se ha apuntado, esta probada la relación que existe entre el volumen de recursos a disposición discrecional de los directivos y la ineficiencia en el uso de los mismos (Jensen, 1986; Lang et al, 1995; Szewczyk et al, 1996). Por consiguiente un mayor reparto de dividendos limita la discrecionalidad directiva y obliga a una mayor eficiencia reduciendo los costes de agencia (Lang y Litzenberger, 1989; Dewenter y Warther, 1998).

## **2.2.4 Conclusiones preliminares sobre los códigos de buen gobierno**

Como se ha visto en los subapartados precedentes, los códigos de buen gobierno corporativo proporcionan mecanismos para controlar las prácticas manipuladoras, contribuyendo a mejorar la transparencia y calidad de la información financiera proporcionada por la empresa y, en definitiva, velando por los intereses de los accionistas, cuya implicación en tareas de supervisión y control de la gerencia disminuye conforme aumenta el grado de dispersión del capital (García y Gill de Albornoz, 2005; García et, al, 2005; López y Jara, 2006).

Ahora bien, los accionistas e inversores no pueden conocer y comprobar estos datos sin un adecuado canal de comunicación. La evidencia empírica coincide en señalar que el mercado valora positivamente la divulgación de información relevante de la empresa, destacando entre los efectos más beneficios de esta política: la reducción del coste de capital, el aumento de la liquidez de los títulos, mayor seguimiento de la empresa por parte de los analistas y mayor precisión en las predicciones que estos realizan sobre ciertas variables financieras (Healy y Palepu, 2001).

Debido a esto, en este trabajo se pretende analizar el canal de comunicación de Internet como un medio a través del cual las empresas pueden proporcionar confianza, no sólo a los accionistas e inversores sino en general, a cualquier otro interesado. El punto de partida del análisis de confianza es la legalidad vigente, es decir, la normativa existente en España sobre divulgación a través de Internet. A partir de este punto en el apartado siguiente se irá desarrollando el concepto de confianza, las dimensiones de la confianza y como se puede desarrollar la confianza a través de Internet, para posteriormente desarrollar un modelo de medición.

Estas conclusiones preliminares serán objeto de nueva consideración junto a las restantes que se produzcan en el Capítulo 6 correspondiente.

## **Capítulo 3 Descripción del modelo de análisis**

## **3.1 El enfoque de confianza y el gobierno corporativo electrónico**

En los apartados anteriores hemos analizado los problemas que existen en el gobierno corporativo debido al conflicto de interés existente entre directivos y accionistas (relación de agencia) (Hodge et al., 2003), y como la implantación de unas prácticas de buen gobierno pueden servir de factor de desarrollo de la transparencia, de fuente de valor para el accionista y reducir los costes de supervisión. Pero para que los accionistas lleguen a conocer las medidas tomadas por las empresas es necesario que éstas establezcan un canal de comunicación fluido e interactivo que les permita ejercer sus derechos sociales. Así, cobra relevancia el papel de Internet como canal de comunicación para generar confianza.

En este apartado se va a plantear el fundamento para recuperar la confianza perdida y como las empresas por medio de la tecnología de Internet pueden establecer lazos de comunicación e interacción, en aras a compartir el gobierno de la empresa con los accionistas, lo que conducirá a lograr la confianza que se necesita para su participación activa y su compromiso a largo plazo. Para ello las empresas deben proporcionar la información relevante que los inversores necesitan a tiempo, sino puede que halla mucha información, pero que ésta carezca de valor para proporcionar confianza

Este apartado no se limita a revisar los trabajos realizados sobre confianza sino que, a través del concepto de confianza, establece una serie de proposiciones tomando como base el uso de la tecnología de Internet como elemento unificador y generador de confianza entre el principal y agente en el gobierno de las organizaciones. Para ello primero se analizarán los fundamentos teóricos y la confianza en la relación principal-agente. Segundo se explica como se produce la ruptura de la confianza en esa relación. Seguidamente se delimitan las bases cognitivas de la confianza para su recuperación. Finalmente, se expondrán algunas posibles soluciones legales y principalmente, tecnológicas para generar y recuperar la confianza, aplicando este marco teórico de forma empírica a las grandes empresas españolas.

### **3.1.1 Fundamentos teóricos de la confianza**

La investigación sobre ciencias sociales cada vez está dando mayor importancia a la confianza en las relaciones sociales, económicas, políticas, legales y organizacionales como lo demuestra el número creciente de investigaciones que se están realizando siguiendo este enfoque (Blumberg, 1989; Garment, 1991; Miller, 1992; Putnam, 1993; Sitkin y Roth, 1993, Bianco, 1994; Brown, 1994; Cortina et al, 2003; Bueno, 2002 y 2004).

Sin confianza la sociedad misma se desintegraría ya que la mayoría de las relaciones de mercado se basan en algo más fuerte que la razón u observación personal (Simmel, 1978). Es muy difícil concebir la vida

económica su un nivel mínimo de confianza, como explicó el premio Nobel de economía Kenneth Arrow (1974):

*“la confianza adquiere, como mínimo un valor pragmático muy importante, es un significativo lubricante del sistema social; es sumamente eficiente: se ahorra uno muchos problemas cuando confía en la palabra de los demás. Por desgracia, ésta no es una mercancía que se pueda comprar con facilidad. La confianza y otros valores similares son ejemplos de lo que los economistas llaman externalidades, son bienes, tienen un valor real práctico y económico, incrementan la eficiencia del sistema y permiten producir mas bienes o mayor cantidad de cualquier valor apreciado.”*

Para entender el valor económico de la confianza, se puede examinar como sería un mundo carente de ella y todos los costes asociados a esta situación (Fukuyama, 1998). Por tanto, se requiere confianza para todas las relaciones que se producen entre empresa y sociedad (Putnam, 2000). Pero no sólo constituye un *lubricante* o facilitador de las relaciones sino que es la base primera para cualquier tipo de interacción y actúa reduciendo la complejidad mas rápida y económicamente que las predicciones del mercado, los reguladores o las negociaciones (Powell, 1990). Pero para que se produzca esa primera interacción entre agentes y organizaciones, es necesario que se de la condición de partida de existencia de relaciones sociales armoniosas e inexistencia de conflictos. Cuando esto se consigue, según los estudios realizados, se establece que un comportamiento organizacional basado en la confianza reduce los costes de transacción (Bromiley y Cummings, 1992).

La doctrina ha definido la confianza como las cosas de valor que uno posee y las deposita en otro para su cuidado como: la reputación, la amistad, la salud y las inversiones, a la espera que la otra parte no sacará ventaja en su propio beneficio, ni actuará en contra del depositante (Baier, 1986; Zaheer, 1998). De esta definición se desprende que los accionistas al confiar sus ahorros a las empresas esperan que estas sabrán invertirlos de forma adecuada, sin dañar sus intereses, o lo que es lo mismo esperar un comportamiento ético de la empresa (Cortina et al, 2003).

Gambetta (1988) da otra definición de confianza, argumentando que confiar en otro, significa creer que cuando surja la oportunidad, la otra parte no tomará decisiones o se comportará de manera que pueda dañarnos. Esta confianza cobra relevancia cuando al menos una de las partes es libre de estar en desacuerdo con la otra; libre para evitar un riesgo en la relación y, conscientemente, considera que la relación es una opción atractiva. Basándose en la teoría de los juegos, Gambetta llega a la conclusión que la formación de la confianza envuelve la realización de un cálculo anterior a la relación, un cálculo sobre la probabilidad que la organización en que se deposita la confianza hará algo positivo para el depositante. Se creará una situación de confianza cuando la probabilidad de que la otra parte actué de forma beneficiosa, o al

menos no perjudicial para quien va entrar en la relación, sea alta; lo suficiente para que ésta considere el comprometerse en alguna forma de cooperación.

La confianza desde este punto de vista consiste en hacer frente a la incertidumbre, pero no de forma ciega e inconsciente, sino deliberada y estudiada (Axelrod, 1984; Sabel, 1993 y Scharpf, 1993). Puesto que se desconoce el comportamiento futuro, la confianza se basa en la teoría individual de que la otra parte se comportará en el futuro en función de su comportamiento actual (Good, 1988).

Para Lutmann (1988), la confianza es la opción de exponerse uno mismo a una situación de riesgo, donde el daño puede ser mayor que el beneficio a obtener. Esta diferenciación es crucial para entender la fuerza de la confianza, ya que sin confianza, cualquier riesgo estaría dentro de los límites aceptables de la elección racional, y por tanto esa decisión no estaría basada en la confianza (Kramer Tyler, 1996). La confianza permite tomar decisiones de riesgo. La relación con las organizaciones requiere confianza como condición para establecer una relación de inversión, ya que presupone una situación de riesgo (Lutmann, 1988). La confianza se produce cuando entre varias posibles decisiones/acciones se selecciona una concreta, a pesar de que cabe la posibilidad de que la otra parte actúe de modo contrario a como se espera. La selección se realiza en función a la trayectoria del comportamiento (Kent, 1991), conocimiento y experiencias anteriores con la organización (Malinowsky, 1922; Zucker, 1986).

Otros autores explicitan claramente la dimensión moral de la confianza, al definir la confianza como la dependencia de una persona de la obligación aceptada voluntariamente con otra persona u organización de reconocer y proteger los derechos e intereses de todos los demás implicados en el intercambio económico (Hosmer, 1995).

Si la confianza se considera importante en el ámbito personal u organizacional, cuando ésta se traslada al ámbito digital, cobra una especial relevancia como han puesto de manifiesto diversas investigaciones (Lickel et al., 2000; Gefen, et al., 2003; Pennington et al., 2004). En este caso la confianza no sólo depende de las características de la empresa, sino también de características propias de la tecnología como: la página de Internet, su diseño, su funcionalidad y los requerimientos técnicos (Jarvenpaa, 2000; Van Slyke, 2002; McKnight et al., 2002b; Stewart, 2003).

Ahora bien, la pregunta que surge es la relativa al modo de producción de la confianza. Zucker (1986) define tres mecanismos de producción de la confianza. El primero se basa en la experiencia personal de quien deposita la confianza. Cuando se produce una interacción recíproca entre las partes en el corto plazo tal interacción, produce seguridad y estabilidad la cual engendra una propensión hacia la confianza (Powell, 1990). En las organizaciones, la repetición satisfactoria de tales interacciones a lo largo del tiempo llega a

convertir la relación en un compromiso a largo plazo (Arrow, 1984; Powell, 1990), con la oportunidad para incrementar la cooperación (Good, 1988; Lorenz, 1988). Las investigaciones han demostrado que uno de los principales motivos para comprometerse en intercambios relacionales es el beneficio económico que resulta con el intercambio (Berry, 1995; Gwinner et al., 1998; Peterson, 1995; Peltier y Westfall, 2000).

El segundo mecanismo se basa en la similitud de características entre las partes. Así, relaciones de familia, amistad o proximidad producen en el depositante una propensión a confiar por la cercanía social (Dore, 1987), que enfatiza la sensación de pertenencia y familiaridad (Good, 1988; Guiso, Sapienza y Zingales, 2005). La justificación teórica para este argumento proviene de la teoría de la categorización social (Tajfel y Turner, 1986; Turner, 1987). De acuerdo a esta teoría, en las relaciones sociales los individuos tienden a clasificar al resto sobre la base de ciertos atributos objetivos y observables como la raza, profesión o la nacionalidad (Turner, 1987; Chartman y Flynn, 2001). En base a estos atributos, se perciben a si mismos como iguales a otros y por tanto, pertenecientes a un mismo grupo social; o diferentes a otros y por tanto, ajenos a dicho grupo. Estas clasificaciones influyen sobre la confianza porque afectan a las creencias y actitudes de los individuos (McAllister, 1995; Chartman y Flynn, 2001). Los individuos tienden a asociar expectativas positivas con las actitudes y comportamientos sobre aquellos individuos que han clasificado dentro de su mismo grupo social. Dado que la confianza está basada en la existencia de estas expectativas positivas, diversos autores mantienen que se tiende a considerar más dignos de confianza a aquellos individuos que se ha clasificado previamente dentro de la misma categoría social (Brewer, 1979; Brewer y Kramer, 1986; McAllister, 1995; Chattopadhyay, 1999; Tsui y O'Reilly, 1989). Siguiendo con esta línea de razonamiento, resulta más fácil confiar en aquellas organizaciones cercanas a nuestro entorno como por ejemplo, el banco en el que depositamos nuestro dinero.

El tercer mecanismo se refiere a las características de la propia organización, en este caso la confianza se vincula con el comportamiento de la organización y su relación con el entorno, principalmente con el comportamiento de los que dirigen la empresa (Pfeffer, 1972). Cuando la dirección tiene buena reputación es más fácil confiar. En este sentido, los códigos de buen gobierno han proporcionado unas pautas de actuación que, como hemos analizado en el apartado 2.2., pueden llevar a los inversores a conocer y evaluar el comportamiento de los órganos de gobierno de la organización. Los códigos de buen gobierno también han aportado evidencia de que las organizaciones proporcionan más información valiosa acerca de ellas mismas, sus órganos de gobierno y su comportamiento frente a terceros.

Las organizaciones de modo análogo a las personas, se forjan un carácter u otro a lo largo de sus vidas. Un carácter por el que se identifican y por el que los demás las identifican. Las decisiones que van tomando las organizaciones a lo largo de su vida y que van forjando su carácter pueden convertirse en

costumbre de modo que su comportamiento sea predecible. Cuando una organización ha generado las disposiciones o costumbres requeridas para tomar buenas decisiones, quienes se relacionan con ella pueden esperar que actúe de acuerdo a los fines esperados por la sociedad y por tanto, llegar a la conclusión de que es una organización digna de confianza (Fukuyama, 1995). De ahí que lo inteligente por parte de la organización, sea incorporar aquellos comportamientos que pueden conducir al cumplimiento de los fines de la organización, ya que de forma inevitable va a tener que decidir a lo largo de su vida como actuar para alcanzarlos. El hecho de que incorpore cuanto antes pautas de actuación éticas para alcanzar esos fines ahorra energía a la empresa, al evitarle esfuerzo en cambios de costumbres ya adquiridas que no son conformes con lo que espera la sociedad (Cortina et al., 2003). Dicho de otro modo, el cambio continuo de dirección y decisiones en las empresas, supone incrementar los costes de transacción y agencia de forma que puede llevar a la empresa a incurrir en dificultades financieras y pérdida de confianza.

La confianza, de esta forma, genera una espiral que genera más confianza (Bradach y Eccles, 1989; Gambetta, 1988), ya que la cadena de valor de la confianza se incrementa con el uso (Putnam, 1993). Adicionalmente, la confianza se ve amplificada en mayor medida cuando se refuerza por un tercero, externo a la organización como demostraron Burt y Knez (1995).

Kramer y Tyler (1998), sugieren que operan tres tipos de confianza en el desarrollo de una relación entre inversores y organizaciones:

- a) Confianza basada en la disuasión: Se basa en un comportamiento consistente, es decir, los inversores saben que la organización hará lo que ha dicho que va a hacer. En caso contrario se produciría una ruptura en la relación debido a la violación de la relación de confianza.
- b) Confianza basada en el conocimiento: Este tipo de confianza se basa en que el inversor tiene suficiente información sobre la empresa, la conoce y puede claramente predecir su comportamiento.
- c) Confianza basada en la identificación: Se basa en una relación de empatía con la otra parte, sus deseos e intenciones. Existe una conexión emocional entre las partes de forma que el agente permite actuar a la organización de forma independiente, sin control, sabiendo sus intereses serán respetados (Kramer y Brewer, 1984), lo que reduce los costes de agencia.

Cuanto más complejas y globales son las empresas y sus entornos sociales, más grandes son los ámbitos en los que los mecanismos de control habituales: capital, órganos de gobierno y normas legislativas,

pierden eficacia y gana importancia la obligatoriedad de los estándares morales como la confianza, como dejan entrever los códigos de buen gobierno (Wieland, 1993).

### 3.1.2 Papel de la confianza en la relación principal-agente

La investigación sobre la confianza se ha caracterizado por una gran diversidad de estudios. Desde el campo de la psicología, la confianza se ha considerado como un rasgo inherente de la personalidad de los sujetos (Rotter, 1971). Al estudiar el papel de la confianza en las organizaciones los economistas han adoptado una posición más calculadora de la confianza (Williamson, 1993) y los sociólogos se han centrado en la importancia de las relaciones sociales más allá de las características individuales o de los diseños organizativos (Granovetter, 1985). Aunque esta diversidad de concepciones ha provocado falta de unanimidad sobre el concepto de confianza, las definiciones existentes coinciden en señalar que la confianza esta basada en un conjunto de creencias sobre la otra parte (*trustee*) puestas en la mente del individuo que confía (*trustor*), denominadas antecedentes o dimensiones de la confianza (Gabarro, 1978; Granovetter, 1985; Gambetta, 1988; Mayer et al., 1995; Lewicki et al., 1998). La mayoría de esas definiciones introducen la confianza como una creencia basada en la ausencia de motivos oportunistas por la otra parte como requisito imprescindible para que surja ésta (Van de Ven y Ferry, 1979; Barber, 1983).

Rousseau et al (1998) definen la confianza como un estado psicológico que comprende la intención de una parte de aceptar volverse vulnerable frente a la otra, en base a la existencia de expectativas positivas sobre las intenciones y el comportamiento de la otra parte. Debido a que la confianza está basada en estas expectativas positivas, lleva asociada un riesgo en el sentido que implica un aumento de la vulnerabilidad del *trustor* frente al *trustee* porque puede ser que este último no cumpla con dichas expectativas (Zand, 1972; Hosmer, 1995; Mayer et al., 1995; Lewis y Wiegart, 1985; Portales, Ricard y Rosanas, 1998; Rousseau et al., 1998). Por este motivo, algunos autores establecen que el *trustor* decide asumir más o menos riesgos en su relación con él, en base a un cálculo racional sobre sus posibles ganancias o pérdidas, que se calculan en función de las características del contexto que rodea la relación (Shapiro, 1987; Sitkin y Roth, 1993; Mayer et al, 1995).

El problema es que, aunque todos los autores reconocen la existencia de esta relación entre confianza y riesgo, no se ponen de acuerdo en determinar cual es el efecto de éste último sobre la primera. Así, según Mayer et al, (1995) el riesgo que percibe el *trustor* derivado del contexto no afecta a su evaluación sobre la confianza del *trustee*, sino que son dos procesos independientes. Por una parte, el *trustor* determina el nivel de riesgo que se deriva del contexto en el que se lleva a cabo la evaluación de la confianza del *trustee*; y por otra por otra parte evalúa esta confianza. Una vez establecido el nivel de confianza con el *trustee*, compara

ésta con el nivel de riesgo percibido y actúa en consecuencia: si el nivel de confianza supera al del riesgo percibido, el sujeto estará dispuesto a asumir riesgos en la relación, de lo contrario no lo hará.

Sin embargo frente a la visión de estos autores, otros autores mantienen que, debido a que no todos los individuos tienen las mismas actitudes y dado que dichas actitudes son desconocidas (Rotter, 1971), el *trustor* tiene que llevar a cabo la evaluación sobre la confianza del *trustee* bajo información limitada y eso lleva asociado un riesgo (Zand, 1972; Cummings y Bromiley, 1996). Esto es debido a que no existen ni información, ni mecanismos preventivos suficientes para garantizar que la otra parte no va a actuar en su propio beneficio (Portales, Ricart y Rosanas, 1998).

Desde enfoque de la teoría de sistemas, Luhmann (1998) desarrolla la función que cumple la confianza. Para este autor la confianza es un mecanismo que permite al *trustor* reducir la incertidumbre a través de adoptar expectativas específicas sobre el comportamiento futuro del *trustee* y predecir en alguna medida sus acciones de manera rutinaria, no necesariamente producto del cálculo (Lane et al., 1998).

Si se focaliza en la confianza a través de Internet, se puede decir que el objeto de la confianza, no es sólo la empresa, sino también la página web y la tecnología de Internet (Jarvenpaa et al, 2000). El tercero interactúa con la página web, como si interactuara con la empresa y su percepción de la confianza con la empresa se desarrollará a través de las interacciones con la página web. Así, la transparencia y credibilidad de la información de la página web y la confiabilidad de las funcionalidades técnicas que presenta configuran la producción de la confianza a través de la web (Dutta y Segev, 1999).

La creencia de la ausencia de motivos oportunistas es lo que la literatura denomina *benevolencia*, pero no es la única creencia que puede llevar a una parte a confiar en otra pues la confianza se considera un constructo multidimensional (Mayer y otros, 1995; Ganesan y Hess, 1997; Lewicky et al., 1998). Aunque la doctrina no se pone de acuerdo para establecer cuales son esas dimensiones, Butler y Cantrell (1984) propusieron cinco componentes específicos de la confianza: integridad, competencia, consistencia, lealtad y cercanía. Siguiendo en esta línea de investigación, Burler (1991) propuso hasta diez condiciones que podían llevar a una persona a confiar en otra en las que se incluían la integridad, lealtad y sinceridad. El modelo propuesto por Sitkin y Roth (1993) incluye una dimensión referida a la habilidad y otra referida a la congruencia de valores. García-Marzá, (2004) propone un modelo de diez dimensiones cuyo cumplimiento llevaría a la confianza entre los individuos (*stakeholders*) y las organizaciones. Los atributos que comprende son: integridad; credibilidad; justicia; diálogo; transparencia; dignidad; legalidad; compromiso cívico; ecología y responsabilidad.

Partiendo de este modelo, y dadas las características de los accionistas (*shareholders*) como propietarios de la empresa, las dimensiones sobre las que el agente (*trustor*) decide confiar en la otra parte (*trustee*) son: 1) sus expectativas sobre la credibilidad e integridad del otro; 2) su posibilidad de diálogo o comunicación con el otro; 3) sus expectativas sobre la transparencia del otro; 4) su adherencia a principios de compromiso social y 5) sus expectativas de cumplimiento de la legalidad por parte del otro (Driscoll, 1978).

La dimensión de credibilidad se refiere al convencimiento que tiene una parte (*el trustor*) de que la otra parte (*el trustee*) desempeñará con éxito las expectativas depositadas sobre ella y se comportará de forma íntegra aún en circunstancias adversas. Condiciones que afectan a la confianza en esta dimensión son por ejemplo, la consecución de resultados. (Sitkin y Roth, 1993).

La dimensión del dialogo hace referencia a las posibilidades de comunicación que una parte (*el trustor*) desea tener con la otra parte (*el trustee*) por medio del establecimiento de mecanismos de discusión, participación y consenso. Si la confianza está basada en las expectativas que una parte (*el trustor*) tiene sobre la otra (*trustee*) de que en caso de conflicto, el *trustor* se comportará según lo acordado, para superar los peligros de los contratos incompletos. Por eso, se propone una adecuada comunicación con el fin de inducir a las partes a adherirse al acuerdo (Williamson 1991; Pearce et al., 2000). Tsai y Ghoshal (1998) plantean en su análisis que cuando dos partes, el *trustor* y el *trustee*, comienzan a confiar una en la otra, aumenta su predisposición a compartir recursos sin preocuparles que la otra parte se beneficie en mayor medida. Así, estos investigadores demostraron que existe una relación positiva entre la percepción de que una parte es merecedora de confianza y la cantidad de recursos intercambiados. Las empresas que disfrutan de una posición de ser merecedora de confianza, ponen a disposición de los grupos de interés una mayor accesibilidad de recursos, información y conocimientos (Cheskin y Hess, 1997). Esta dimensión será objeto de nuestro estudio y análisis en los apartados siguientes.

Muy unida a la dimensión del dialogo se encuentra la de la transparencia, es decir, la accesibilidad de la información voluntaria, útil y a tiempo que una de las partes (*el trustor*) espera que la otra (*el trustee*) ponga a su disposición para tomar decisiones adecuadas evitando en la medida de lo posible la racionalidad limitada

La dimensión de compromiso social se refiere al juicio moral que una parte (*el trustor*) hace sobre la adhesión de la otra (*el trustee*) a ciertos valores, principios y normas sociales que esta considera deseables (Pérez Díaz, 2001). Estos valores se relacionan con el compromiso y acción social de la empresa, la contribución al desarrollo local y regional, el respeto a los derechos humanos, la sostenibilidad del medio ambiente y el compromiso con sus empleados (Freeman y Gilbert, 1988; Freeman, 1994). En la medida que las acciones del trustee sean consistentes con sus palabras, aumentará la creencia del trustor de que se le puede considerar íntegro y por lo tanto se puede confiar en el. (Butler y Cantrell, 1984; Sitkin y Roth, 1993;

Butler, 1991). El cumplimiento de esta dimensión significa que no existe ningún comportamiento oportunista por parte de la dirección y, por tanto, se produce una reducción de los costes de agencia (Trueman, 1986).

La dimensión de legalidad se refiere a la demostración evidente para una parte (el *trustor*) de que la otra parte (el *trustee*), no incurre en responsabilidad civil, ni penal y que cumple todas las leyes y disposiciones legales que le afectan. Esa demostración evidente puede ser la ausencia de sentencias judiciales firmes contra la empresa o su dirección. En concreto en esta investigación se va a analizar el cumplimiento de la legislación en materia de gobierno corporativo electrónico vigente.

Estas dimensiones coinciden con lo que la doctrina denomina “confianza basada en el conocimiento” (Robinson, 1996), en contraposición a la “confianza basada en el afecto” donde se desarrollan otras dimensiones como la benevolencia (Mayer y otros, 1995).

De acuerdo con lo anterior, podemos decir que la confianza a través de Internet se puede definir en función de la suma de los valores proporcionados por cada una de sus dimensiones.

A veces se produce la ruptura de la confianza. Son varios los factores que confluyen para propiciar esta ruptura, por un lado, determinados abusos de la “contabilidad creativa” reflejados en un excesivo “maquillaje” de la información económico-financiera y por otro lado, unas malas prácticas entre determinados agentes de los mercados que terminan por originar, cierta desconfianza e incertidumbre sobre el presente y sobre las perspectivas de desarrollo del sistema económico futuro (Lainez, 1999). A continuación se analizará las causas de esta ruptura de la confianza entre accionistas y empresas.

### **3.1.3 Las situaciones de ruptura de la confianza**

Como ya se ha visto al analizar la teoría de la agencia existen diferentes razones para la ruptura de la confianza de los inversores frente a los administradores de la compañía, cuando estos se aprovechan de su situación y llevan a cabo comportamientos oportunistas o ilícitos. A continuación se van a resumir las situaciones que pueden provocar la ruptura de la confianza, para posteriormente buscar soluciones desde el gobierno de la empresa que generen la suficiente confianza en los accionistas.

Cuando existe confianza entre las partes, en los términos vistos en el apartado anterior, se produce un acuerdo racional, no escrito, entre el *trustor* y el *trustee* denominado contrato moral (García-Marzá, 2004). El contrato moral ha sido definido como la creencia individual acerca de los términos y condiciones de un intercambio recíproco acordado entre una persona y otra parte. (Rousseau, 1989) En el caso objeto del análisis se trata de la relación entre el principal y el agente, por la cual el principal infiere que tiene derecho a

recibir, ciertas cosas y comportamientos de parte del agente a cambio de su inversión en la empresa. Cuando el principal después de un cierto tiempo, percibe que hay una discrepancia entre aquello que le ha sido prometido y aquello que obtiene, podría experimentar una ruptura de su contrato moral. Si además se cumplen ciertas condiciones, como que el principal interpreta dicha ruptura como deliberada por parte de la organización, esto podría llevarlo a considerar que se ha producido una violación de la confianza, con los consiguientes sentimientos de enojo y decepción que la acompañan (Robinson, 1996).

Las primeras aportaciones teóricas sobre el contrato moral (Schein, 1965; Levinson et al., 1962), se hicieron acentuando el concepto de expectativa: se trataba de las expectativas acerca de las obligaciones recíprocas, propias de las relaciones de intercambio como entre principal y agente.

Sin embargo, el trabajo posterior de varios autores (Rousseau, 1990; Robinson et al., 1994) ha puesto de manifiesto el carácter inherentemente perceptual e idiosincrásico del contrato moral. Éste supone una creencia acerca de lo que los accionistas se consideran con derecho a recibir de los agentes. Siendo así el contrato moral una construcción muy compleja, que "se halla en la mente de los principales", y puede ser compartida o no por los agentes de la organización. Finalmente, hay una importante distinción, propuesta por Rousseau y McLean Parks (1993), entre dos tipos de contratos morales: aquellos que se denominan transaccionales y los que se denominan relacionales. Los primeros están caracterizados por un intercambio a corto plazo, con obligaciones económicas expresas y compromisos limitados entre las partes. Los segundos involucran obligaciones a largo plazo, están basados en un intercambio no sólo monetario sino que implican elementos socioemocionales, como lealtad y apoyo (Geyskens y Steenkamp, 1995).

Seguendo a estos autores (Rousseau, 1989 y 1990; Robinson, 1996; Robinson et al., 1994), se van a desarrollar los principales conceptos del contrato moral, su incumplimiento y violación, aplicándolo a la relación entre principal y agente. Por violación de contrato moral se entiende, la percepción de que la propia organización ha fallado en el cumplimiento adecuado de una o varias de las obligaciones que componían el contrato. El uso del término violación aquí no es casual, sino que procura transmitir una fuerte experiencia emocional negativa, con sentimientos concomitantes de traición e injusticia, y la respuesta de ira y decepción que el principal experimenta. La violación del contrato supone una evaluación cognitiva, pero no se reduce a ella, sino que los sentimientos implicados van más allá de un mero cálculo mental sobre lo recibido y lo prometido por parte de la empresa. Se entiende que la ruptura percibida es la cognición de que la propia organización ha fallado en el cumplimiento de sus obligaciones, en comparación con la contribución que ha hecho el principal. La violación, en cambio, es un estado emocional y afectivo que, en ciertas condiciones, sigue a la ruptura percibida. (Morison y Robinson; 1997).

La violación del contrato moral puede originarse en dos supuestos: incumplimiento o incongruencia. El incumplimiento se produce cuando el agente de la organización conscientemente rompe la promesa hecha al principal; mientras que la incongruencia se produce cuando entre el principal y el agente organizacional existen diferentes entendimientos acerca de una promesa. Ambos, tanto el incumplimiento como la incongruencia, desarrollan una discrepancia entre el entendimiento del principal acerca de lo que le fue prometido y su percepción actual acerca de lo que está recibiendo por parte de la empresa.

Cuando el principal percibe esta discrepancia, comienza un proceso de comparación, a través del cual sopesa sus propias promesas y contribuciones por un lado, y las promesas y contribuciones de la empresa, por el otro. Es muy probable que dicho proceso de comparación desemboque en la percepción de una ruptura del contrato, porque el principal encuentre que sus contribuciones no han sido adecuadamente correspondidas.

Sin embargo, para llegar a la violación del contrato, tal como se la conceptualiza aquí, es necesario que medie un proceso de interpretación, por el cual el principal da un significado a la ruptura percibida. En este proceso de interpretación, el principal toma en cuenta los resultados de dicha ruptura, las condiciones en que ésta ha ocurrido y el contrato social que sirve de marco a su relación. A continuación se van a considerar los diversos componentes por separado:

- Incumplimiento de promesa. Se produce un incumplimiento de promesa cuando los agentes de una organización reconocen que determinada promesa existe pero conscientemente fallan en su cumplimiento, debido a que se encuentran imposibilitados o poco dispuestos a mantener su promesa.
  - a) Imposibilidad: se produce en aquellas situaciones en que no resulta posible para los agentes de la organización cumplir adecuadamente una promesa anterior, aun cuando fuera hecha con "buena fe", debido a que las promesas fueron excesivas o a que las condiciones externas o internas sufrieron cambios, es decir, se produjo una "turbulencia organizacional" o a una reducción drástica en el rendimiento de la empresa.
  - b) Poca disposición: se produce la situación de poca disposición cuando el incumplimiento puede deberse a que los agentes de la organización no quieren cumplir los términos específicos del acuerdo, debido a que hicieron las promesas sin intención de cumplirlas o que decidieron incumplir promesas que inicialmente tenían la intención de mantener. Los contratos incompletos plantean riesgos que llevan a que cada una de las partes busque su propio beneficio en caso de ambigüedad contractual.

- **Incongruencia:** En muchas ocasiones de incumplimiento de contrato moral, los agentes de la organización creen sinceramente que han respondido a sus promesas mientras que, los principales perciben que la organización les ha fallado. Tres factores juegan un papel fundamental en el surgimiento de la incongruencia:
  - a) **Esquemas divergentes:** los esquemas son marcos cognitivos que representan conocimientos organizados acerca de un concepto dado o de un tipo de estímulo. Los esquemas se desarrollan en base a la experiencia previa, por lo que sujetos con experiencias previas diferentes pueden desarrollar esquemas divergentes, que hagan más probable la incongruencia.
  - b) **Complejidad y ambigüedad de las obligaciones:** cuando los sujetos se ven obligados a procesar gran cantidad de información o ésta es altamente compleja, es posible que pasen por alto parte de la información o completen los "huecos" faltantes recurriendo a datos que les brinda el contexto. Este proceso constructivo puede influir fuertemente sobre las promesas percibidas, cuando ya ha pasado un tiempo desde el acuerdo inicial y también, sobre aquellos términos no especificados de los contratos. Jensen y Meckling, (1976) plantean que si los inversores en el mercado de capitales no tienen una visión completa de la empresa, es normal que el accionista controlador-directivo tome decisiones que le sean favorables, pero que reduzcan el valor de la empresa y por tanto afecten al resto de los accionistas.
  - c) **Comunicación:** es un factor que puede minimizar la incongruencia, sobre todo si es verídica y precisa. Las diferencias de información entre el *trustor* y el *trustee* puede generar la ruptura de la confianza, y por tanto que el *trustor* deshagan sus posiciones en la empresa. Por eso se hace necesario, que exista una comunicación fluida entre la empresa y los accionistas. Se refuerza la necesidad de información adicional en paralelo a la difusión de la toma de decisiones adoptadas (Rodríguez Fernández, 2003).

Sin embargo, estos factores no son suficientes para dar cuenta de la percepción de la promesa incumplida. Será necesaria que atendamos a dos variables, como son la saliencia y la vigilancia, para comprender cómo llega el accionista a la percepción del incumplimiento.

La vigilancia es la medida en que la persona está atenta al adecuado cumplimiento de los términos de su contrato por parte de la empresa. El principal puede ver afectada su vigilancia por tres factores: la

incertidumbre acerca de si su contrato será mantenido, el grado en el cual la confianza caracteriza a esa relación y, finalmente, los costos y beneficios percibidos de descubrir un incumplimiento.

El proceso de comparación se desencadena: desde una promesa incumplida a una ruptura percibida. Para que una ruptura de contrato sea percibida, no basta con que el principal tome conciencia de que una promesa se incumplió, sino que es necesario que llegue a evaluar que la relación de intercambio entre él y la organización sufre un desequilibrio. Dicho desequilibrio se puede expresar como una diferencia en la razón entre beneficios prometidos por la organización y beneficios provistos por la misma, en comparación con la razón entre contribuciones prometidas por el principal y contribuciones provistas por él.

El proceso de interpretación se produce, cuando la ruptura percibida se vuelve violación de contrato y por tanto, una ruptura de la confianza. Cuando el principal percibe que su contrato se ha roto, no necesariamente sentirá una experiencia emocional de frustración, enojo y resentimiento, que caracteriza a la violación del contrato psicológico. Sino que media entre ambas un proceso de construcción de sentido, por el cual el principal realiza una valoración de los resultados, una atribución de las causas por las que la ruptura se produjo y, finalmente, unos juicios sobre la justicia de la situación. Veámoslo parte por parte.

En cuanto a la evaluación de los resultados, es especialmente importante el tamaño de la discrepancia entre las contribuciones que ha hecho cada una de las partes, puesto que a mayor discrepancia, más probable resulta que la ruptura percibida lleve a la violación del contrato.

Las atribuciones, es decir la tendencia a buscar explicaciones acerca de las causas de las conductas, se basarán, en este caso, en la causalidad, el control, la previsibilidad y la intencionalidad de la ruptura percibida. En este proceso de atribución, la confianza juega un papel primordial. Robinson ha comprobado empíricamente que la confianza inicial en la propia organización está negativamente relacionada con la ruptura de contrato, incluso un año después. (Robinson, 1996).

Los juicios acerca de la justicia con que uno ha sido tratado también afectan a la percepción de una violación de contrato. El problema de expropiación por parte de los grandes accionistas, se vuelve más significativo cuando los demás inversores son de distinta clase. En este sentido, cuando el gran inversor es un poseedor de acciones, tendrá un incentivo a forzar a la empresa a soportar demasiado riesgo, dado que él únicamente compartirá los buenos resultados, mientras que otros inversores, como pueden ser los acreedores, soportarán todos los costos derivados del fracaso de la empresa (Jensen y Meckling, 1976). Alternativamente, si el gran inversor es un acreedor, hará que la empresa ejecute proyectos de inversión adecuados porque él soporta parte del coste, mientras que los accionistas se beneficiarán de los resultados

positivos que se obtengan (Myers, 1977). Este problema de la expropiación, que se presenta cuando existen grandes inversores, puede perjudicar la eficiencia de la empresa a través de los efectos adversos que genera sobre los incentivos de los directivos y de los trabajadores. El hecho de que no exista un compromiso por parte de los grandes inversores para no apropiarse de manera oportunista de la riqueza generada en la empresa a posteriori, tiene un efecto adverso sobre los incentivos de los directivos y de los trabajadores a priori.

En este sentido se decantan los trabajos de Burkart, Gromb y Panunzi (1997). Estos autores investigan la prima que se paga por los grandes bloques de acciones y, basándose en dicha prima, concluyen que los grandes accionistas obtienen beneficios derivados del control, es decir, que los objetivos de los grandes accionistas y de los pequeños accionistas no están (perfectamente) alineados.

Además de todos estos elementos mencionados, la violación del contrato moral no sucede en un vacío social, sino que tiene como marco un cierto contrato social: las asunciones, creencias y normas acerca de la conducta apropiada dentro de un cierto grupo social. Debido a que el contrato social varía de una organización a otra, podemos llegar a afirmar que lo que es una ruptura de contrato aquí, puede no serlo en una organización diferente (Morison y Robinson; 1997)

Del mismo modo, la experiencia de violación será más intensa cuando el tipo de intercambio sea relacional, por dos causas: en primer lugar, porque dicho intercambio acentúa las conductas desinteresadas, con lo cual, la ruptura percibida implica una mayor violación de las creencias que rigen dicho intercambio. Además, porque el intercambio relacional reduce la vigilancia del principal y baja su umbral de detección de la ruptura, por consiguiente, si ésta es percibida, creará mayores sentimientos de violación que en contratos de tipo transaccional exclusivamente (Mc Donald y Makin, 2000). Esto supone la incorporación por parte de la empresa de contratos implícitos o relacionales basados en la confianza, lealtad y ética (Bueno, 2004).

La actitud de las empresas hacia los accionistas minoritarios ha sido manifiestamente negativa facilitando una información normalmente insuficiente (Trueman, 1986). No obstante, los accionistas minoritarios han empezado a abandonar esta tradicional pasividad frente a su sociedad, asumiendo un papel más activo en la defensa de sus intereses a través de una participación más intensa en las Juntas generales de accionistas, la iniciación de procesos de luchas de poder en el seno de la organización y de acciones legales contra los consejeros o los directivos, y el apoyo a asociaciones que defienden los derechos de los accionistas ante los poderes públicos (Palacín, 1997).

Cuando la concentración de la propiedad empresarial es elevada, el pequeño accionista (*trustor*) debe soportar algunos riesgos del *trustee*, derivados del posible conflicto de intereses provocados por una inversión ineficiente; el atrincheramiento y las dificultades a la entrada de supervisores externos; y los costes de cumplir las exigencias legales de transparencia e información (Salas Fumás, 1987).

Partiendo de la situación, en la que cada acción se corresponde con un voto, se observa la maximización de los beneficios de los inversores en relación con los beneficios del controlador y se motiva la selección de un equipo directivo eficiente. Sin embargo, no siempre se maximiza la ganancia de los inversores en un contexto de control corporativo (Grossman y Hart, 1986).

Las distancias físicas dispersas existentes entre el *trustor* y el *trustee* hacen prácticamente imposible el ejercicio de los derechos sociales de forma directa por parte de los pequeños accionistas, quienes delegan sus votos en su agente financiero, el cual puede utilizar esos votos para su propio beneficio salvo indicación expresa del accionista. Adicionalmente, a la distancia física los pequeños accionistas tienen que soportar unos costes muy elevados por su intervención en el gobierno de la sociedad y por ejercitar sus derechos como la asistencia a la Junta General. Estos costes son tanto financieros: desplazamientos, pérdidas de horas trabajadas, costes de oportunidad; como informativos ya que si desea participar de la vida de la sociedad debe dedicar un tiempo a analizar los estados financieros de la empresa y las decisiones que se van a aprobar en la Junta (Easterbrook y Fischel, 1991; Black, 1992; Coffee, 1999). Frente a estos costes, los beneficios que obtiene un pequeño accionista son poco significativos para él mismo. Aunque estuviera dispuesto a asumir los costes anteriormente descritos y lograra sacar a delante sus propuestas en la Junta general para beneficio de la empresa y como consecuencia, aumento de valor de su participación, esta sería mínima. Los grandes beneficiados serían los accionistas mayoritarios generando lo que se conoce como problema de aprovechamiento del esfuerzo ajeno o "free rider problem" (Hart, 1983). Ante esta situación el pequeño accionista no tendrá incentivos para intervenir, por eso la situación no es óptima, se produce una situación de mala gestión donde ningún accionista intervendrá a pesar de de que todos los accionistas como grupo salen beneficiados (Easterbrook y Fischel, 1991). Cuando esto ocurre los administradores se benefician de la apatía de los inversores y el poder se desplaza de la Junta General de accionistas al consejo de administración.

Así como se ha visto, los agentes económicos se guían por el propio interés y por tanto en ocasiones encubren información y sus propias intenciones (Williamson, 1975). De ahí la importancia de tener información completa, comprobar los resultados, evaluar la conducta directiva, manejar cuidadosamente la política de incentivos y aplicar principios de autoridad, control y disciplina (Jensen, 1998, 2000). Los accionistas son el único participe voluntario cuya relación con la compañía no se renueva periódicamente, sus

derechos se sitúan al final de la cola en caso de disolución y corren el riesgo de ser robados o expropiados por los directivos. Esto unido al carácter difuso de sus inversiones, que no están ligadas a ningún activo en particular, les provoca una enorme desventaja a la hora de proteger sus intereses mediante simples cláusulas de salvaguardia en su relación contractual (Williamson, 1985).

Los pequeños accionistas han comenzado a unirse para poder ejercer sus derechos de voto de manera más efectiva en la organización: delegando el voto, reagrupando acciones, o creando asociaciones de accionistas para la defensa de sus derechos. Las empresas, por su parte, están modificando su comportamiento y estructura creando departamentos de atención al inversor y nombrando un consejero encargado de las relaciones con los accionistas, al objeto de dar respuesta a los problemas que le planteen éstos a lo largo del año. La influencia de este activismo inversor en las empresas cotizadas españolas excede al análisis propuesto, pero puesto que al igual que ha ocurrido en las empresas cotizadas americanas, tiene consecuencias tanto para la estructura de propiedad como para el comportamiento de los órganos de gobierno, se propone su análisis para futuras investigaciones.

Este cambio de mentalidad en la empresa, se ha visto favorecido en muchos casos por el proceso de internacionalización, no sólo porque los inversores extranjeros con otras costumbres compren acciones de empresas nacionales, sino también por la entrada de empresas españolas en la cotización en mercados extranjeros, donde estas prácticas son más habituales. El mayor activismo inversor y transparencia en el sistema de delegación de votos han sido cuestiones tratadas en algunos de los códigos de gobierno de diferentes países, estableciéndose recomendaciones al respecto, aunque todavía bastante generales y cuyo cumplimiento es voluntario.

Lo planteado hasta aquí, presenta los aspectos de la pérdida de confianza debido a un mal comportamiento de los órganos de gobierno de la empresa. En el siguiente apartado se plantean los fundamentos conceptuales de generación de la confianza.

### **3.1.4 Construcción de la confianza**

En la última década, ha cambiado el equilibrio de poderes dentro de la empresa (Marsden y Andriof, 1999; Zingales, 2000; Aglietta, 2001; Hoarau y Teller, 2001). La mayor interdependencia obliga a centrar la atención sobre la red de influencia de las organizaciones y sobre las relaciones estratégicas de la empresa con sus partícipes (Luo, 2002). Así como, dar más importancia a elementos contextuales situados más allá del mercado como: entorno cultural de la empresa, valores colectivos, responsabilidad social, la capacidad de generar confianza y la capacidad de reducir la incertidumbre. En contraste con la teoría de la firma y el

comportamiento oportunista, se destaca otro modelo basado en las relaciones cooperativas en el marco de coaliciones duraderas (Aoki, 1984) de confianza, cohesión, compromiso y reputación (Kay, 1992). Según esta concepción, la empresa es una institución social articulada mediante un nexo de relaciones de confianza mantenidas a largo plazo (Putnam, 1993; Fukuyama, 1998 y 2000). La obligación de los directivos, como fiduciarios, es preservar y aumentar el valor de los activos bajo su control. En consecuencia, los gerentes fiduciarios deben arbitrar en los conflictos entre los diferentes tipos de accionistas y comportarse con el deber de lealtad que su cargo exige (López de Letona, 2004). Dado que el entorno cada vez es más competitivo y los avances tecnológicos más rápidos, el gobierno de la empresa también cambia hacia un modelo estratégico-tecnológico-social donde la capacidad de decisión se descentraliza (Creed, 1996), se refuerza la importancia de la confianza y de la disponibilidad de la información.

Algunos estudios empíricos han encontrado una conexión de signo positivo entre el incremento de la complejidad contractual y un mayor gobierno relacional (Poppo y Zenger, 2002). En toda transacción, formal o informal, interviene la confianza porque los contratos no son completos y por los inevitables fallos de los mercados (Charreaux, 1998). Diversos factores influyen en que sea mayor o menor el grado de confianza: gustos, preferencias, en definitiva, las percepciones de las personas sobre las motivaciones, creencias y comportamientos probables de los demás. Blair (1999) ve la confianza como un tipo de capital humano específico, que se va reforzando a medida que cada partícipe percibe las ventajas de mantener la coalición y refrena la tendencia a realizar expolios a corto plazo.

La confianza puede ser un factor relevante a la hora de conseguir explotar la información (Gómez, 1996). Gracias a tecnología, la información puede ser acumulada, y administrada para aprovecharse de ella como un capital más. El capital social se entiende como el conjunto de redes, normas y relaciones de confianza que potencian los valores, favorece la coordinación, potencia los valores compartidos y mejora la reputación, en el marco de un proceso que se auto-refuerza e incrementa (Putnam, 1993). Como dicen otros autores, el capital social lo forman las relaciones intragente que caracterizan la economía actual (Bueno et al, 2002 y 2004). De acuerdo con esta definición, el capital social puede ser definido como la suma de los recursos actuales incorporados a la empresa y disponibles a través de la red de relaciones que ésta posee (Nahapiet y Ghoshal, 1996). O siguiendo a otros autores, el capital social se puede entender como la suma de recursos que se acumulan en una organización en virtud de la existencia de una red estable de relaciones intraorganizativas (Bourdieu y Wacquant, 1992).

Lo que se puede deducir de estas definiciones es que el capital social es un recurso moral, que se amplía con el uso y crea valor por varias vías (Cohen y Prusak, 2001). En lo que tiene que ver con los accionistas esos menores costes se materializan en: menores costes de transacción, menos costes de

ruptura de relaciones, una mejora de la comprensión de los riesgos y una mejora de la resolución de las discrepancias (Rodríguez Fernández, 2003).

Para Nahapiet y Ghoshal, el capital social presenta tres dimensiones que, a su vez, plantean tres categorías de retos para la organización:

- Dimensión estructural: por la que las personas pueden percibir por ellos mismos que forman parte de una red o nexo de relaciones.
- Dimensión relacional: por la que se dispone de un sentido de confianza o relaciones mutuas que se pueden desarrollar a través de la red o de las o de las relaciones que se produzcan.
- Dimensión cognitiva: por la que los miembros de la red tienen el interés común o la actitud de querer compartir sus conocimientos y cuestiones en el seno de la organización, basados en el principio de la confianza.

El capital social basado en relaciones de confianza, puede ayudar a definir el nuevo modelo de gobierno estratégico-tecnológico-social de las organizaciones. Entre estos factores, tal y como indica Bueno (2002) cabría destacar: a) el aumento progresivo de la diferencia entre el valor de mercado y el valor contable de las organizaciones, en parte provocado por el mayor peso de los intangibles en la economía actual; b) la relevancia no sólo de contratos formales, explícitos y pretendidamente completos con los agentes del mercado, tal y como destaca el modelo financiero mercantil de la empresa basado en el objetivo de maximizar el valor para el accionista en el corto plazo (Jensen y Meckling, 1976), sino también de contratos relacionales o implícitos, basados en la confianza, la lealtad o la ética o enfoque stakeholder ya comentado (Zingales, 2000).

Una de las principales consecuencias de la influencia de los citados factores en el entorno socio-económico actual es justamente la importancia y consolidación de la confianza, la lealtad, el compromiso, la transparencia, la solidaridad, la responsabilidad, la honestidad y la ética como base sobre la que construir las relaciones que mantienen los diferentes agentes que componen el citado entorno (Bueno, 2002; Inkpen y Tsang, 2005).

Según diversos experimentos bioquímicos realizados (Damasio, 2005), la confianza es el punto de encuentro entre la bioquímica y las ciencias del comportamiento. La conclusión a la llegan estos experimentos es que hay un neuropéptido, denominado oxitocina, que incrementa la confianza (Bueno y Rodríguez, 2007). Inkpen y Currall (2004), consideran que la confianza crea un clima hace posible las transacciones entre la organización y el mercado. Pero, el desarrollo de la confianza no es fácil por parte del *trustor*, sin vigilancia y

control del comportamiento del *trustee* (Rond y Bouchikhi, 2004; Bueno y Rodríguez, 2007). Garrett Ralls y Webb (1999), han definido la esencia de la confianza en los siguientes aspectos: a) la confianza empieza con la habilidad de predecir por parte del *trustor* lo que el *trustee* hará, pero no de forma ciega sino racional, basada en el comportamiento anterior y en las promesas realizadas por parte del *trustee*; b) la confianza se refuerza cuando el *trustee* actúa en interés del *trustor*, aunque la decisión pueda perjudicar al *trustee* y; c) la transparencia hace que confiar en el *trustee*, sea más fácil. Las decisiones tomadas por el *trustee* son rápidamente transmitidas al mercado, lo que permite al *trustor* validar y controlar las acciones del *trustee*. Así, la posesión de información clave y el control de flujos de información crean oportunidades empresariales (Burt, 1992).

Siguiendo a Bueno (2002), se pueden distinguir cuatro enfoques principales: a) el derivado de las teorías sobre el desarrollo económico; b) el procedente de la responsabilidad social y la ética; c) el que parte de los códigos de buen gobierno o de la "gobernanza", en cierta medida relacionado con el anterior, que es el se adopta en la presente investigación y d) el que emana de los planteamientos propios del Capital Intelectual. Sin ánimo de ser exhaustivos, se sintetizan los argumentos principales y las aportaciones relevantes de cada uno de ellos (tabla 3.1).

**Tabla 3.1 Principales enfoques conceptuales del capital social.**

Enfoque de Capital Social	Argumentos principales	Aportaciones relevantes
Teorías sobre el desarrollo económico	La confianza, las normas de comportamiento cívico y el nivel de asociatividad influyen de forma positiva sobre el enriquecimiento y fortalecimiento del tejido social, contribuyendo al bienestar y desarrollo económico sostenible.	Putnam (1994), Knack y Keefer (1997), Stiglitz (1998),
Responsabilidad social y ética	El capital social expresa el grado de integración social y de responsabilidad respecto a la sociedad en su conjunto y con cada uno de sus agentes y grupos, y se basa en valores y actitudes como son la confianza, la cooperación, la seguridad, los ideales, la ética, el compromiso y la equidad.	Coleman (1990), Newton, (1997), Chang (1997), Kawachi, Kennedy y Lochner (1997), Bullen y Onyx (1998), Joseph (1998), Cortina (2000) y Baron (2001).

---/---

Tabla 3.1 Principales enfoques conceptuales del capital social.

Enfoque de Capital Social	Argumentos principales	Aportaciones relevantes
Códigos de buen gobierno	Los códigos éticos o de conducta corporativa de los consejos de administración y los equipos directivos en las organizaciones tienen un impacto positivo en la creación de capital social, al estimular la solidaridad y superar los fallos del mercado.	Baas (1997), Sen (1997), Zingales (2000) y Rajan y Zingales (2000).
Capital Intelectual	El capital social es un componente del capital intelectual que se sustenta en un conjunto de valores y sus correspondientes indicadores basados en la confianza, la lealtad, la sinceridad, el compromiso, la transparencia, la solidaridad, la responsabilidad, la honestidad y la ética.	Nahapiet y Ghoshal (1996), Koenig (1998), Prusak (1998), Lesser y Prusak (1999), Lesser (2000), Cohen y Prusak (2001), Kenmore (2001), Lesser y Cothrel (2001) y McElroy (2001).

(Fuente: Bueno et al, 2002 y Bueno et al, 2004).

Bajo la perspectiva de este enfoque de códigos de buen gobierno, el capital Social se incorpora con un papel dinamizador y benefactor para la organización, ya que representa, como indican Cohen y Prusak (2001), el valor de las conexiones humanas en una organización basada en la confianza y con redes personales bajo un sentido de comunidad (Molina y Martínez, 2005). Sin este capital social la innovación, el compartir conocimiento y la propia productividad pueden verse debilitadas (Burt, 1997). En este mismo sentido Koenig (1998) afirma, siguiendo trabajos previos de Prusak, que el Capital Social facilita las normas de comportamiento organizativo, reduce los costes de transacción y favorece la cooperación (Steward y Conway, 1996). El cumplimiento de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno proporciona al mercado señales positivas respecto a la empresa, respecto al comportamiento que se puede esperar por parte de la dirección y el consejo. Pero, como se ha dicho en los párrafos anteriores, la confianza no se desarrolla sin vigilancia y control. La tecnología de Internet proporciona esas herramientas de control y vigilancia sobre la empresa que propician el clima de confianza y el desarrollo del capital social.

### 3.1.5 Las soluciones posibles para generar confianza

En la pasada década la violación de la confianza, debido a malas prácticas de gobierno por parte de los directivos de las empresas, ha llevado a una situación en la que se han tenido que promover la

promulgación de códigos de buenas prácticas y legislaciones para restaurar la confianza perdida (Moorman et al., 1992 y 1993). Esto ya había sido puesto de manifiesto por una parte de la doctrina, al sugerir que una de las razones para que las organizaciones adopten mecanismos legales de forma voluntaria, es para restaurar la confianza dañada por la organización (Yudof, 1981; Meyer, 1986; Granovetter, 1985; Zucker, 1986; Sitkin y Bies, 1994). Estos mecanismos legales pueden fracasar dependiendo de la naturaleza de las expectativas violadas (Sitkin y Roth, 1993).

En esos casos, se exige de los legisladores mayor protección del colectivo dañado. En el caso de los pequeños accionistas la mayor protección estimula el desarrollo de los mercados financieros; una mayor capitalización, un mayor porcentaje de empresas cotizadas y un mayor ratio de Ofertas Públicas de Acciones, como han puesto de manifiesto algunos autores (La Porta et al., 1997). La confianza es la expectativa que surge en una comunidad (inversores) de un comportamiento ordenado, honrado y de cooperación por todos los miembros (empresas) (Fukuyama, 1998). King y Levine (1993) encuentran que los países con un mercado de capitales más confiable crecen más rápido. Otros trabajos confirman tales conclusiones (Levine y Zervos 1998; Rajan y Zingales 1998; Carlin y Mayer 1998).

La confianza se incrementa cuando se dispone un principio de igualdad de tratamiento para los accionistas, independientemente de su participación (La Porta et al., 1997). La oferta no puede discriminar entre accionistas; ser dirigida hacia algunos y no hacia otros, o a diferentes valores. Debe estar dirigida a la totalidad de ellos y, como recomienda el Código Unificado (2006) en su recomendación número 1, que no se pueda limitar el número de votos que pueda emitir un mismo accionista. Adicionalmente debe cumplirse el principio de una acción un voto y no limitar la participación poniendo un número mínimo de votos para participar.

Estos autores apuntan que, cuando la protección del inversor no es muy avanzada, se establecen contratos implícitos basados en relaciones de confianza como la proximidad geográfica de las empresas receptoras de capital. Es decir, confían en aquello que conocen, no se toman siempre las decisiones de una forma totalmente racional (Williamson, 1991) como hemos visto al analizar el concepto de confianza.

Otro aspecto a considerar es la calidad de la información de la que dispone el accionista, cuanto mas exacta y abundante es ésta, se genera mayor confianza; ya que es menor la posibilidad que tienen los internos de expropiar la riqueza de los accionistas sin sufrir consecuencias en los tribunales o en su reputación (Dyck y Zingales, 2004). Los inversores confían más en el mercado cuando hay más información, mayor eficiencia judicial y mecanismos capaces de afrontar de manera rápida y eficaz las crisis financieras. En este sentido, Pagano et al. (1998) señalan la dificultad de las empresas italianas para obtener fondos en el mercado de capitales entre 1982 y 1992 cuando 123 empresas tuvieron que salirse del mercado. Por eso la

mayor protección del inversor sienta las bases para el logro de unas mayores tasas de inversión y crecimiento económico (Azofra, 2004), debido al incremento de la confianza. De ahí que en los últimos años (ver tabla 3.2), se esté produciendo una transición hacia unos principios comunes de información, transparencia y responsabilidad en el seno del consejo de administración de las empresas cotizadas (Cuervo, 2004).

**Tabla 3.2 Recomendaciones sobre comunicación a los accionistas.**

Código Olivencia (1998)	Recomienda tomar medidas para lograr mayor transparencia en la delegación de votos y potenciar la comunicación con los accionistas.
Informe Aldama (2003)	Recomienda una mayor comunicación en tiempo real a los accionistas a través de Internet, de forma extensa y eficaz.
Código Unificado (2006)	Recomienda una mayor comunicación del Consejo con los accionistas (enlace).

(Fuente: elaboración propia).

Por otro lado, el activismo inversor se refleja en las propuestas de los accionistas para cambiar el gobierno de la empresa y en las votaciones realizadas para la aprobación de dichos cambios (Opler y Sokobin, 1998). En este sentido, el trabajo de Gordon y Pound (1993) analiza cómo la información y la estructura de propiedad afectan a los resultados de las votaciones. Los resultados muestran que el porcentaje de votos para las propuestas de cambio de gobierno por parte de los accionistas varían en función del tipo de propuesta, la identidad del accionista que la propone, el rendimiento económico de la empresa en cuestión, las restricciones de su estructura de gobierno preexistente y la estructura de propiedad de la empresa. Por su parte, Brickley, Lease y Smith (1988) encuentran que los inversores institucionales votan con mayor frecuencia a favor de las cláusulas antiabsorciones que los propietarios minoritarios, siendo menos probable que aquellas instituciones que pueden tener relación de negocio con la empresa, tales como bancos y las compañías de seguros, se opongan a los directivos, frente a las instituciones tales como fondos de inversión y fondos de pensiones. En algunos casos, para reducir la importancia de los derechos de voto de los accionistas, los directivos introducen la "regla de supermayorías" (Stulz, 1990) y aunque, generalmente, los requisitos de mayoría simple son óptimos por término medio, Maug (1998) encuentra, paradójicamente, que la probabilidad de aceptar una propuesta que reduzca el valor es estrictamente mayor si los requisitos de supermayorías son demasiado elevados.

La eficacia del activismo inversor se ha analizado principalmente de dos maneras: considerando el efecto sobre el rendimiento de la empresa de las propuestas accionariales y mediante el análisis de los efectos riqueza asociados a los inversores institucionales. En principio, existen distintas teorías sobre los efectos del activismo accionarial:

Las propuestas reciben más votos en los siguientes casos: a) cuando proponen una modificación directa de los derechos de voto de los accionistas; b) cuando el rendimiento de las acciones a largo plazo ha sido pobre y los ratios de valoración actuales son bajos; c) cuando la empresa ha decretado en el pasado un gran número de defensas frente a las tomas de control; d) cuanto mayor es el porcentaje de acciones en manos de accionistas externos que no forman parte del consejo de administración; y d) cuando la propiedad está altamente concentrada en inversores institucionales. Existe una relación negativa con el porcentaje de acciones en manos de los "insiders", el número de miembros del consejo de administración que son grandes propietarios no directivos, y los planes de propiedad de acciones de los trabajadores.

Los estudios realizados sobre las propuestas que los accionistas hacen en las Juntas de accionistas, llevan a las siguientes conclusiones:

1. Las propuestas pueden estar motivadas debido a que la empresa está obteniendo un pobre rendimiento, y éstas están encaminadas a producir distintos efectos sobre los resultados empresariales a posteriori.
2. Otras teorías consideran improbable que las propuestas accionariales ocasionen cambios organizativos y de política significativos. Por lo tanto, las propuestas deberían tener un efecto escaso sobre el rendimiento y el valor de la empresa. Este resultado se refleja en el trabajo de Jensen (1993) al considerar que los sistemas de control internos, que incluyen las propuestas iniciadas por los accionistas, generalmente fracasan en su labor de hacer que los directivos maximicen el valor.
3. El activismo accionarial podría dañar la gestión empresarial, degradar el rendimiento y disminuir el valor de la empresa.
4. Por último, se establece que los inversores institucionales, considerados como activos, están sujetos a control político y algunas veces tienen objetivos distintos a la maximización del valor (Romano, 1993).

Puesto que la idea principal que subyace en el activismo accionarial es la disminución de los conflictos de agencia entre accionistas y directivos, parece lógico pensar que la probabilidad de realizar una propuesta por parte de los accionistas aumente, si la empresa informa de resultados negativos. Evidencia en este

sentido encuentran John y Klein (1995), Karpoff, Malatesta y Walkling (1996) y Bizjak y Marquette (1998).

Las propuestas hacen referencia a cambios en las reglas que gobiernan las relaciones entre accionistas y directivos, como puede ser la negativa a realizar un "*greenmail*" o recompra incentivada de acciones en poder de un accionista hostil como medida de defensa ante una adquisición hostil, estando condicionada la probabilidad de realizar la propuesta por la estructura accionarial existente en la empresa y los beneficios previstos para los accionistas derivados de la misma. Así, el activismo accionarial será mayor cuando los resultados esperados del mismo sean mayores y cuando la estructura accionarial existente sea tal, que el alineamiento de intereses entre accionistas y directivos sea mayor; habiéndose encontrado evidencia de un mayor activismo cuando la propiedad institucional, la propiedad interna y la concentración accionarial en externos son mayores (Karpoff, Malatesta y Walkling, 1996; Bizjak y Marquette, 1998). Sin embargo, si consideramos los efectos de las propuestas adoptadas a posteriori, no se encuentra evidencia de que éstas aumenten el valor de la empresa, mejoren los rendimientos operativos, influyan en las políticas de la empresa, o provoquen una mayor rotación de directivos; lo que estaría en contradicción con el objetivo perseguido cuando se realizó la propuesta y se ejerció un mayor activismo accionarial.

Sin embargo, a pesar de que la eficacia del activismo accionarial puede dar lugar a distintos resultados, no siempre orientados a maximizar el valor de la empresa, existe un incentivo para los pequeños accionistas para convertirse en supervisores eficientes de las acciones directivas mediante su agrupación. La evidencia americana ha sido clara en este sentido a través del trabajo de Strickland, Wiles y Senner (1996) que analiza la eficiencia de la supervisión por parte de los pequeños accionistas. Para ello evalúan el impacto que una organización de pequeños inversores, la United Shareholders Association (USA), tiene sobre el valor y el gobierno de las grandes empresas. Esta asociación, creada en 1986 y disuelta en 1993, permitía combinar los recursos de pequeños accionistas con el fin de supervisar las acciones directivas, ofreciendo así una alternativa a los grandes accionistas. El estudio permite evidenciar el éxito que la USA tuvo en la negociación. La USA contaba con 65.000 miembros, principalmente pequeños inversores individuales, aunque algunos grandes accionistas institucionales también apoyaban las propuestas de la USA, tales como el California Public Employees Retirement System (CalPERS), el College Retirement Equities Fund (CREF), y el New York City Employees Retirement System (NYCERS). De 53 propuestas de cambio de gobierno correspondientes a 34 empresas, se encontró un rendimiento anormal de 0,9% ante anuncios de un acuerdo de negociación y un incremento en la riqueza del accionista en 1,3 billones de dólares, produciéndose un problema de "free rider", ya que no se beneficia solamente a los miembros de la USA sino a todos los accionistas de la empresa correspondiente. Sin embargo, a pesar del éxito que se atribuye a esta asociación, se disuelve en 1993 por considerar que los objetivos para los cuales se había constituido ya se habían alcanzado como eran: que la S.E.C. facilitara el acceso a la información de las empresas a los accionistas,

presionar a las empresas para que cambiaran la estructura de gobierno que resultaba hostil para los intereses de los accionistas, y generar una filosofía de aceptación generalizada de los derechos de los accionistas.

En resumen, el activismo inversor puede provocar efectos positivos sobre el valor de la empresa. Sin embargo, la supervisión y control de las actuaciones y decisiones de los directivos que llevan a cabo los inversores principales de la empresa supone una serie de costes, que cuando existe un clima de confianza tienden a disminuir.

En principio, un mercado líquido y transparente permite a los inversores vender si reciben información adversa sobre una empresa y, por el contrario, un mercado menos líquido les obliga a mantener su inversión y a utilizar sus votos para influir en la mejor consecución de resultados por parte de la empresa. Sin embargo, aunque los mercados son más líquidos y eficientes que nunca, la supervisión por parte de los accionistas parece estar incrementando.

Asimismo, la disponibilidad de información sobre la empresa y la capacidad de adaptación de ésta a los cambios condicionan también el deseo de intervención del inversor. En empresas en las que la información es difícil de encontrar (pequeñas, jóvenes o poco conocidas) la barrera de entrada es alta, y los beneficios de la venta serán grandes. Por el contrario, las empresas grandes, bien establecidas hacen que el coste de información sea menor, reduciendo la importancia de los beneficios de la venta. Por otro lado, los resultados de una política de cambio tardarán en hacerse evidente más tiempo en una empresa joven de industrias emergentes, que en una empresa madura y estable. Si esto es así, el efecto de la intervención sobre los beneficios de la venta serán menores en la empresa joven.

El problema que sufren muchas empresas denominado pasividad de los accionistas, está fundamentado en sólidas razones (Manne, 1966):

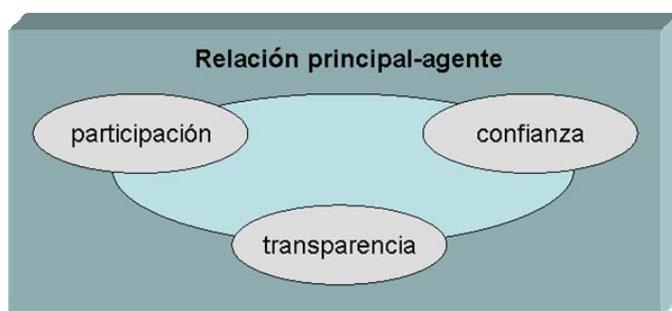
- Lo que se denomina la apatía racional, es decir, los costes en los que incurre el accionista por ejercer sus derechos frente a los beneficios que obtiene en su patrimonio.
- El esfuerzo del aprovechamiento ajeno (free rider problem).
- El reparto de los beneficios de la acción individual entre todos los accionistas. No parece equitativo que un sujeto que asume todos los riesgos y costes de una acción, no se vea recompensado por ello.

Una forma de evitar la pasividad del accionista es la disposición de un canal para el diálogo. Debido a la existencia de un efecto aprendizaje en la relación entre el principal y agente a medida que se van

conociendo, disminuye el grado de información asimétrica, especialmente para el agente (Murphy, 1997) y esto afecta positivamente a la participación y a la confianza (ver figura 3.1).

Uno de los pilares sobre los que se asienta la nueva regulación del mercado de valores para la protección del inversor se articula, a través de un sistema de transparencia que permita a los inversores tener conocimiento de todos los datos de las empresas para hacerse un juicio fundado y que a esta información tengan igualdad de acceso todos los inversores. (Fernández Pérez, 2000). De esta forma se evitan las situaciones de privilegio de los poseedores de información (*insider trading*) y se promueve un clima de confianza (Ghemawat, 1991).

**Figura 3.1 Relación principal-agente basada en la dinámica de la confianza.**



(Fuente: elaboración propia.)

Esta teoría, apoyada por Manne, ha sido desarrollada por la escuela de Chicago a través de la corriente metodológica denominada Análisis Económico del Derecho. Según Fernández Pérez (2002), los principales argumentos del *insider trading* tienen tres tendencias bien definidas. La primera se circunscribe al punto de vista del mercado, el *insider trading* potencia la eficiencia del mercado en la medida que permite reflejar el precio del mercado por el control del flujo de información que les afecta. La segunda tendencia se formula desde el punto de vista del inversor. Manne presenta la teoría del mercado incierto, según la cual las transacciones se desenvuelven de forma aleatoria lo que implica que aunque el *insider* no hubiera actuado como tal frente a un particular, éste hubiera actuado del mismo modo con cualquier otro miembro del mercado. El tercer argumento apunta que el *insider trading* es el mejor método de para compensar los servicios de los que trabajan desde el interior para asegurar el futuro de la compañía, lo que ha dado lugar a dos líneas de pensamiento: Property Rights Approach y Economics of Agency.

Se han defendido los argumentos en contra y a favor de la represión del *insider*, tanto en cuanto sus efectos perjudiciales para el mercado como para los inversores (Hopt et al., 1998). Las principales críticas se dirigen hacia el argumento de la eficiencia del mercado provocada por el *insider*, cuando sólo un mercado

transparente puede ser eficiente puesto que de otra forma no reflejará toda la información de importancia referida a los valores. El efecto que se produce, cuando determinada información sólo la posee el insider, es deformar la formación de los precios de los valores (Hopt et al., 1998). Esta práctica desprotege al inversor que ve mermada su riqueza, al perder el mercado la confianza en la compañía. Frente al argumento que establece que el insider sirve como medio de compensación a los internos, no ha quedado probado y es difícil determinar que se compensa a los internos que son responsables del desarrollo de la empresa, cuando se trabaja en equipo. Además, este incentivo puede ser utilizado por los administradores para su propio provecho.

Otros argumentos en contra del insider trading son de carácter ético. Se considera al insider trading es una práctica injusta e inmoral, que incide directamente contra el principio general de protección a los accionistas sin poder en el consejo, que no participarán en la sociedad debido a la idea de que sólo aquellos con información privilegiada pueden obtener beneficios. Nos adherimos a la doctrina que es partidaria de su represión, ya que la información en el mercado globalizado en el que nos encontramos no sólo es interesante para los accionistas sino para cualquier inversor. La información, además, se configura esencial para el buen funcionamiento de los mercados y para lograr la plena confianza de los inversores. Así, lo ha entendido el legislador como lo demuestra la cantidad de leyes que existen al respecto (ver anexo 2 de este apartado).

De esta legislación y las mejores prácticas podemos destacar una serie de vías de protección del accionista, directas e indirectas, que permiten incrementar la confianza de éstos. Las vías directas se configuran a través de la legislación societaria y del endurecimiento de las condiciones de acceso y de ejercicio para las empresas que ejerzan las actividades tipificadas como servicios de inversión. Las indirectas a través de los códigos de buen gobierno, códigos de conducta, ambos ya desarrollados, y el uso de la tecnología de Internet (Szulanski, 1996), que se va a desarrollar a continuación.

Las vías directas de protección del accionista se esquematizan en la tabla 3.3, desarrollándose en detalle la legislación y los procedimientos de actuación en el anexo cuatro.

Tabla 3.3. Vías directas de protección del accionista en España.

Vía directa	Mecanismo de actuación
Acceso y ejercicio de la intermediación financiera	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Legislación específica de la materia</li> <li>▪ Información en la página web del regulador de las entidades sujetas a supervisión y de aquellas que están sancionadas o sin permiso de ejercicio.</li> <li>▪ Servicio del Defensor del Cliente en las entidades financieras.</li> <li>▪ Fondo de garantía de inversiones ante situaciones de concurso.</li> </ul>
Derechos sociales	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Derecho de información.</li> <li>▪ Derecho de asistir y votar en las Juntas de accionistas.</li> <li>▪ Derecho de impugnar acuerdos sociales.</li> </ul>

(Fuente: Elaboración propia.)

### 3.1.5.1 Soluciones Legales

En este apartado se desea volver a resaltar dos de los mecanismos legales existentes en España para proporcionar seguridad y confianza a los accionistas. Éstos son los más importantes para el propósito de esta investigación y son los consejos de administración y las Juntas de accionistas.

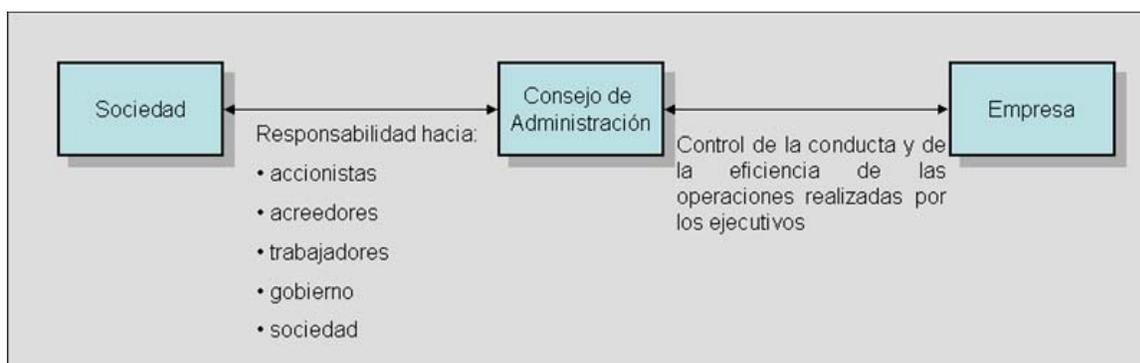
#### A) LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACION

Los consejos de administración de las empresas españolas se han caracterizado por falta de transparencia y poca atención a los pequeños accionistas; aunque con buenos resultados en la gestión (Urquijo y Crespo, 2004). Estas prácticas están cambiando a raíz del desarrollo de los códigos de buen gobierno.

El consejo de administración es el órgano en los que los accionistas delegan la responsabilidad de vigilar, compensar y sustituir a los directivos y la aprobación de los grandes proyectos estratégicos, por tanto

juegan un papel importante en la supervisión de la empresa en general y en particular, en la supervisión del alto directivo. Su misión es aumentar el valor y rendimiento de la empresa; asegurar la viabilidad y competitividad de la empresa; defender los intereses de los accionistas y armonizarlos con los de los *stakeholders* y orientar y controlar la empresa (Urquijo y Crespo, 2004). Puesto que el consejo es el nexo de unión entre los accionistas y los directivos (ver figura 3.2), tienen que atender todas las tareas que no se les pueden confiar en exclusiva a la dirección (Gupta, 1989).

**Figura 3.2 Responsabilidades del Consejo de Administración.**



(Fuente: elaboración a partir de Urquijo y Crespo, 2004).

El deber del consejo de administración es asegurar que la empresa está siendo dirigida de una manera apropiada en sus dos niveles, internamente en cuanto a eficiencia y rentabilidad en el uso de los recursos y externamente con los accionistas y la sociedad en lo que tiene que ver con los objetivos y valores sociales (Chandler, 1962). Para poder llevar a cabo estas responsabilidades las funciones que tienen asignadas son las siguientes: a) establecer las políticas, estrategias, planes, programas y presupuestos (Whisler, 1984); b) elegir y dirigir a la dirección (Koontz y Wehrich, 1990); c) ser el motor de la expansión, de la evolución y del cambio de la empresa; d) establecer los cauces y normas para su buen funcionamiento y configuración, como señala el código Olivencia en el apartado 8.1 al hablar de la labor de diligencia del consejo, entre las que incluye *“las de informarse y preparar adecuadamente las reuniones del consejo y de los órganos delegados a que pertenezca el consejero; asistir a las reuniones y participar activamente en las deliberaciones, a fin de que su criterio contribuya efectivamente a la toma de decisiones; realizar cualquier cometido específico que, dentro de su compromiso de dedicación, le encomiende el Consejo; trasladar cualquier irregularidad en la gestión de la compañía de la que haya tenido noticia; y vigilar las situaciones de riesgo que se puedan presentar, promoviendo al efecto la convocatoria de una reunión extraordinaria o la inclusión de los extremos convenientes en el orden del día de la primera que haya de celebrarse”*; e) autocontrolarse y evaluarse y por supuesto, la tarea de informar puntualmente a los accionistas. Sólo así el consejo de administración será un mecanismo útil de protección al accionista.

Pero, para poder informar a los inversores primero el propio consejo debe tener una información apropiada y oportuna (Comité Cadbury, 1992), acorde a las decisiones que deben tomar. La información ascendente (desde la dirección al consejo), se considera un derecho pero también, una obligación que el presidente del consejo debe exigir de la dirección, para cumplir con su misión.

#### **D) LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS**

Los accionistas que estén en desacuerdo con la gestión de la dirección y con el funcionamiento del consejo, pueden utilizar su voto en la Junta General para reemplazar a los consejeros y destituir a los directivos. Como señala Muñoz Paredes (2004), la Junta General de accionistas puede entenderse como el mecanismo que finalmente controlará el comportamiento de los directivos. Sin embargo, una limitación de este método de control es la existencia de comportamientos "free-rider". Los beneficios de la supervisión se recogen en proporción al porcentaje de acciones, pero los costes recaen íntegramente en los accionistas que estén dispuestos a adquirir la información necesaria para evaluar adecuadamente el funcionamiento de la empresa. En España, la concentración del accionariado ha convertido los problemas de agencia en un problema no sólo entre agente y accionistas, sino también entre accionistas mayoritarios y minoritarios, debido al posible beneficio privado que los inversores principales persiguen en la empresa.

Los accionistas mediante la Junta de accionistas puedan participar en la marcha de la compañía, mediante su asistencia y su voto. Para que esto sea posible, debe potenciarse la participación de todos los accionistas mediante la reducción o eliminación de un número mínimo de acciones para permitir la asistencia a la Junta, la regla una acción-un voto, fomentar la asociación de los pequeños accionistas, reducir los porcentajes de capital exigidos para pertenecer al consejo o solicitar la convocatoria de una Junta Extraordinaria (ambos casos requieren al menos un 5% del capital) y proporcionar soluciones tecnológicas que permitan a los accionistas hacer valer sus derechos sociales desde su hogar.

#### **3.1.5.2 Soluciones tecnológicas**

Paulos y Roth (2000), analizan los distintos mecanismos de protección de los partícipes tomando como base la confianza, cubriendo las lagunas de una protección que no es perfecta en un mundo de contratos incompletos. Se distinguen mecanismos ex ante, que son conocidos por las partes en el momento de iniciar la relación, y que facilitan e incentivan la realización de inversiones específicas en la firma; mecanismos de salida que permiten con rapidez separarse de la organización empresarial; la supervisión pasiva con recepción de informaciones acerca del desarrollo de la relación pero sin que esto lleve asociado algún medio de intervención y la supervisión activa (voz), en la cual la entrega de información va acompañada de capacidad para influir en los procesos de decisión. A estos mecanismos, se les ha incorporado el uso de la

tecnología de Internet, en la acepción más adecuada para cada uno de ellos, como se muestra en la tabla 3.4.

**Tabla 3.4 Mecanismos de protección de los accionistas según el uso de la tecnología.**

Tipo de Mecanismo	Descripción de la Salvaguarda	Influencia de la Tecnología
Ex ante	Garantías legales y estatutarias sobre la posición de los accionistas.	Página web de la empresa, de los reguladores y de los intermediarios financieros.
Salida	Amplitud, profundidad y liquidez de los mercados bursátiles.	Página web de los intermediarios financieros.
Supervisión activa	Participación en la Junta de accionistas, códigos de buen gobierno, demandas judiciales, etc..	Página web de la empresa, oficina virtual del accionista, correo electrónico, formularios web, Junta virtual y voto electrónico
Supervisión pasiva	Información de la compañía	Página web de la compañía, formularios web, correo electrónico, oficina virtual del accionista, página web de los reguladores y de los intermediarios financieros

(Fuente: elaboración a partir de la clasificación propuesta por Paulus y Roth, 2000 y Rodríguez Fernández, 2003).

En los apartados siguientes se va a analizar la importancia de Internet para la generación y dinamización de confianza en el gobierno de la empresa.

### **3.1.6 La importancia del uso de Internet en el gobierno de las organizaciones para generar confianza**

Hoy en día, el mercado de valores sube y baja, sólo condicionado en alguna medida, por los criterios económicos tradicionales. La causa principal es que se encuentra sometido, además de juicios económicos, a turbulencias de información, ya que si una persona se conecta a Internet puede enterarse de cualquier tipo de información sobre una empresa, sea ésta verdad o no (Nath et al, 1998). Poder sobrevivir a esas turbulencias implica solidez de las empresas y personas que la dirigen, implica confianza (Castells, 2003).

Todos los seres humanos tenemos la capacidad de comunicarnos para entendernos y llegar a acuerdos (Bormann et al., 1982). Todas las personas, físicas y jurídicas poseen esa capacidad (Pocanowsky y O'Donnell-Trujillo, 1984). La cuestión radica en construir las condiciones que la hacen posible, las reglas que cualquier situación tiene que utilizar para entrar en un diálogo (Habermas, 1985 y 2001; Apel, 1985; García-Marzá, 1992 y 2004), en definitiva para interactuar. Para establecer un diálogo es necesario que se haga en condiciones de igualdad y de simetría, sin coacción alguna. Si existe presión estaremos bajo un mandato, una orden, una amenaza e incluso un engaño; pero no, bajo un diálogo. La fuerza del diálogo consiste en la fuerza sin coacción del mejor argumento (Habermas, 2001).

Para que se produzca esa comunicación, es necesario que se den una serie de condiciones como son: la igualdad de derechos de participación, la veracidad de los participantes, la posibilidad de inclusión de todos los afectados (Cortina, 1985) y por supuesto, un canal adecuado de comunicación. Internet se ha convertido en un canal de comunicación universal, accesible para todo el mundo. Las organizaciones pueden comenzar la comunicación mediante su página web, con todos los grupos de interés. Estos pueden comenzar a dialogar con la empresa, como si fuera una conversación uno a uno, como si contaran con toda la información y como si estuvieran en igualdad de condiciones respecto a cualquier otra persona (Dasgupta y Banaji, 1999). Esta situación se presenta entre realidad e idealidad (Apel, 1985). En este "como si", se apoyan los fundamentos básicos de la confianza (García-Marzá, 2004).

Internet permite comunicar con todos los grupos que tengan un interés legítimo. No todo interés se convierte en una obligación para la empresa. Sólo aquellos intereses que son legítimos representan una obligación. Así, un interés legítimo sería una demanda o expectativa justificada que un grupo o individuo puede tener o elevar sobre las consecuencias o resultados de las acciones, políticas o procedimientos de la empresa (Morgan, 1990). Los inversores, especialmente, los que son accionistas de la empresa, tienen un interés legítimo ya que comparten intereses comunes con la empresa, están implicados directamente en proyecto de empresa (Mead, 1982; McCarthy, 1992). La confianza se apoya en la idea de que todos aquellos que puedan presentar intereses legítimos deben ser considerados. El *todos* incluye a todos los posibles participantes y afectados (*stakeholders*) presentes y futuros (Apel, 1985).

La empresa puede utilizar el canal de comunicación de Internet como un canal desde el cual aportar razones que justifiquen las posiciones adoptadas. Sólo la transparencia en las decisiones y políticas adoptadas por la empresa en lo referente a participación y comunicación, permite evaluar el nivel de confianza que es capaz de generar la empresa (Freeman y Spyridakis, 2004). Este planteamiento no es nuevo, al igual que una persona digna de confianza, es alguien que se expone de forma voluntaria y continua a un escrupuloso examen de sus actos por parte de los demás, lo mismo ocurre con las empresas (García-

Marzá, 2004). Como escribió Kant en su obra *La paz perpetua* (1987):

“Son injustas todas las acciones que se refieren al derecho de otros hombres cuyos principios no soportan ser publicados”.

De este principio, se deduce que una empresa para ser considerada moral y digna de confianza debe publicar su proyecto de empresa, ser transparente en sus actividades y decisiones y posibilitar la participación de todos sus interesados. Si una vez conocidos sus objetivos, su forma de actuar, su estructura, su carácter y sus órganos de gobierno, todavía, se desea establecer o continuar la relación con la empresa, existe confianza. Una relación de confianza está garantizada, si al conocer todas las condiciones se está de acuerdo con comenzar o continuar la relación (Baier, 1986; Warren, 1999). Por tanto, compartir la información que muestre los resultados actuales con los esperados e invitar a dar la opinión, son mecanismos útiles para la transparencia y el diálogo.

Siguiendo con este razonamiento se puede decir, de acuerdo con García-Marzá (2004), que una empresa que desee ser considerada de confianza se regirá por las siguientes directrices:

1. Aceptación pública del principio de diálogo y comunicación con todas las partes implicadas.
2. Elaboración de un mapa de los grupos implicados y sus intereses, abierto a la revisión y a la crítica.
3. Definición de los mecanismos de participación y diálogo, así como de comunicación y transparencia, que permita la intervención de todos los grupos de interés.
4. Publicación de los diferentes compromisos que la empresa asume.

Una empresa que actúa bajo estos principios ha roto la desconfianza y proporciona el sentido suficiente para motivar el soporte activo a la empresa y a la confianza en sus acciones. (Offe, 2003). Se puede sintetizar lo anteriormente dicho en el siguiente axioma: la confianza es directamente proporcional a la capacidad de las empresas para hacer públicas y justificar sus acciones, estrategias y políticas, en definitiva, en el comportamiento de quienes gobiernan la empresa.

### **3.1.6.1 Perspectivas teóricas en la adopción de la tecnología de Internet en las organizaciones**

Sin ánimo de ser exhaustivos, a continuación se analizan brevemente las principales teorías que explican el proceso de adopción de la tecnología de Internet en las organizaciones. Steinfield (1992) ofrece un interesante análisis de las diferentes corrientes teóricas que intentan explicar el proceso de adopción, el uso, y el impacto de los nuevos sistemas de comunicación en las organizaciones, al mismo tiempo que prescriben las aplicaciones para las que son apropiados tales sistemas.

1. La Teoría de la Contingencia (Gutek, 1990; Fulk y Steinfield, 1990). Esta teoría sostiene que las características de los medios y las características de la situación específica de la comunicación son los dos factores que influyen en la selección de la tecnología de la comunicación. Entre los atributos físicos inherentes del medio que influyen su selección están los siguientes: la rapidez de respuesta, los tipos de canales disponibles, la proximidad psicológica de la fuente, y la riqueza con que transmite el mensaje. Por otra parte, esta teoría sostiene también que, la selección del medio más apropiado para ser usado en una situación determinada dependerá de la situación específica de la comunicación. El medio es contingente a la situación. Por ejemplo, cuando la situación de la comunicación envuelve niveles altos de incertidumbre, ambigüedad y complejidad, entonces se incrementan los procesos de comunicación entre las subunidades de una organización a través de los canales electrónicos que se consideran más apropiados, de acuerdo a las características del medio y a las de la situación de comunicación.

2. Teoría de la Presencia Social del Medio (Short, Williams y Christie, 1976; Williams, 1988). Esta teoría sostiene que los medios difieren en su capacidad de transmitir presencia social. Por presencia social se entiende la percepción que tienen los que interactúan en la comunicación con relación a la presencia social y psicológica que experimentan durante la situación de comunicación. Desde esta perspectiva teórica, existen medios que son bajos en presencia social y otros, que son altos. Por ejemplo, el boletín electrónico está entre los medios que se consideran bajos en presencia social. Por otra parte, las conferencias emitidas por televisión están consideradas como medios de alta presencia social. Aquí también la situación específica de la comunicación es la que determinará cual es el medio más adecuado para lograr una comunicación eficaz. Los investigadores de la tecnología de la comunicación sugieren que, por ejemplo, la dirección de una organización deberá preferir los medios más ricos en presencia social cuando se trata de situaciones no rutinarias que envuelven altos grados de ambigüedad.

3. La Teoría de la Riqueza de la Información (Daft y Lengel, 1984, 1986; Trevino, Daft y Lengel, 1990) sostiene que los medios también varían en su capacidad de riqueza informativa. Desde la interacción personal como la más rica, hasta la información numérica impresa como la más pobre.

Las críticas a estas teorías sugieren que estos modelos de selección son conceptualmente inadecuados en su capacidad de explicar los modos de uso de Internet que se han observado en organizaciones reales.

En efecto, existen otros factores, además de las características de la tarea y de la ambigüedad que resulta de la misma, que influyen en la selección de medios en una determinada situación. Algunos de estos factores son el tiempo disponible y la distancia; las normas sociales y organizacionales; los significados simbólicos atribuidos al medio en sí mismo y la experiencia que se tiene en el uso de los medios (Rice y

Love., 1987; Trevino, Daft, y Lengel, 1990). Por ejemplo, existen considerables evidencias que demuestran que los sistemas de comunicación mediante Internet están siendo usados en tareas de comunicación no rutinarias y en situaciones que exigen alto nivel de involucramiento interpersonal, que contradicen las expectativas de los modelos anteriormente descritos (Hiltz y Turoff, 1978; Markus, 1988; Rice y Love 1987; Steinfield, 1985). Existen también evidencias que demuestran que las organizaciones difieren considerablemente en sus actitudes y modos de uso de las mismas tecnologías de comunicación (Hiltz y Johnson, 1987; Schmitz, 1987).

4. La Teoría de la Formación de una Colectividad de Usuarios. Esta teoría trata de explicar como evoluciona el uso universal de la tecnología dentro de una comunidad. De acuerdo a esta teoría la formación de una colectividad en el uso de medios depende de las variables contextuales y de los atributos físicos de la tecnología. Entre estos factores se encuentran los siguientes: 1) disponer de la infraestructura necesaria; 2) poseer las habilidades necesarias para su uso; 3) poseer una disciplina comunicacional y finalmente; 4) contar con una heterogeneidad de recursos e intereses.

5. La Teoría de la Influencia Social. Esta teoría, desarrollada por Fulk et al. (1990) sostiene que las percepciones de los medios y la conducta que se desarrolla hacia ellos varía de acuerdo a las influencias de ciertos individuos sobre otros. Por ejemplo, un estudio descubrió que un fuerte pronosticador de actitudes hacia las conferencias por video fueron las actitudes de los supervisores (Svenning, 1982). Otros estudios encontraron que las percepciones de los individuos, con relación a la riqueza y uso de los medios, estaban relacionadas con la percepción y el modo de uso de los supervisores y empleados (Fulk et al, 1990).

Tres conclusiones principales parecen deducirse de la información proporcionada por estas perspectivas teóricas y empíricas realizadas en relación con el uso de la comunicación por Internet. Primero, existe una gran variedad de factores determinantes en la adopción, el uso, y el impacto de la nueva tecnología en las organizaciones (Tsai y Lee, 1999). Segundo, el contexto social junto con las capacidades físicas de los medios influye en la adopción, uso, e impacto de las nuevas herramientas de comunicación (Davis, 2000). Tercero, el contexto social (las influencias sociales) y otras influencias contextuales son más importantes en el proceso de selección de medios que las características físicas del medio (Day, 2000).

### **3.1.6.2 El impacto de Internet en la comunicación organizacional**

La introducción de nuevas tecnologías siempre ha producido cambios radicales en el estilo de vida de la humanidad y en las formas de comunicación. Como dijo McLuhan (1964), si bien es cierto que el hombre da forma a sus herramientas, éstas le dan forma a él. Es un hecho a toda luz evidente que las nuevas tecnologías de la comunicación están cambiando la manera de ser, la cultura y la manera de comunicarse de

las organizaciones (Del Águila, 1998). Se trata de un nuevo gobierno de la organización donde el verdadero valor de la comunicación tiene que ver más con hacer comunidad frente a todos los grupos de interés, que con la información en sí misma. Internet contribuye a la creación de una comunidad más democrática, más globalizada, más armoniosa, más colaborativa, más eficiente, y más comunicativa (Castells, 2003).

El entorno empresarial es cada vez más complejo, hay cada vez más variables, es más dinámico, hay una fuerte propensión al cambio de esas variables, y la incertidumbre también está creciendo, la predictibilidad del comportamiento de las variables es menor (Hamel y Prahalad, 1999). Se ha pasado de un entorno estable a un entorno cada vez más turbulento, tanto en lo que hace referencia al macroentorno (globalización, variables políticas, tecnológicas, sociales y económicas), como al microentorno (proveedores, clientes, competidores y elementos substitutivos (Prahalad y Hamel, 1990; Grant, 1996; Leonard-Barton, 1995; Nonaka y Takeuchi, 1995).

En entornos competitivos y turbulentos, como son los actuales, la empresa necesita de un nuevo marco estratégico para comunicarse con los agentes con los que tiene interés y debe articular la manera de conseguirlo (Rice, 1980). En consecuencia, el gobierno de la organización también deberá sufrir variaciones y redefiniciones para adaptarse a los nuevos requerimientos (Brown y Duguid, 1998).

A continuación se analizarán algunos de los efectos, tanto positivos como negativos, que la tecnología de Internet ha tenido en las organizaciones con respecto a: 1) la realización del trabajo, 2) los modos de interacción entre los diferentes grupos de interés, y 3) la estructura tradicional del sistema de comunicación, especialmente con los accionistas.

## **1. IMPACTO EN LA REALIZACIÓN DEL TRABAJO**

Con respecto al impacto de la tecnología informática e Internet en la realización del trabajo, las investigaciones ha encontrado que el uso del procesador de texto, el fax, el correo electrónico, y el boletín electrónico han permitido incrementar la eficiencia, la cantidad, y la calidad del trabajo en la composición y transmisión de documentos en general (Rice y Case, 1983). Otros resultados indican que el personal de una organización puede ser más eficiente en la realización de su trabajo, permitiéndole poder hacer más en menos tiempo y de una manera más eficiente. Steinfield (1992) encontró que la puntualidad y la precisión de la información mejoraron, así como la coordinación general de tareas. Otros estudios, reportados por la investigación realizada por Latamore (1988), indican que, gracias a Internet, los empleados pueden trabajar en grupos de una manera más eficiente. Sin duda, la rapidez en la disseminación de la información ha sido uno de los cambios más importantes producidos por la tecnología de Internet, a través del correo electrónico y otras herramientas web (Rice, 1982). Otros efectos del correo electrónico en la comunicación organizacional

han sido la reducción de la formalidad, y la facilitación del envío de mensajes entre los cuadros de mando y los empleados (Hunter y Allen, 1992). El hecho de que el correo electrónico permita la transmisión instantánea de mensajes, sin tener la necesidad de establecer contacto directo con la otra persona, (comunicación asincrónica), ha facilitado también el intercambio de mensajes y la flexibilidad de la comunicación (Zeigler, 1994). También se ha encontrado que la comunicación por Internet fomenta y facilita la creatividad en la realización del trabajo y reduce el nivel de incertidumbre con respecto a la información que se necesita para realizar las tareas (Padilla Meléndez, 1998).

En general, las tecnologías de la información y las telecomunicaciones, en concreto Internet, están ayudando a las organizaciones a superar problemas de coordinación y control, y a reestructurar las relaciones dentro de la organización (Kiesler et al, 1984). Los resultados son eficiencia (óptimo uso de recursos y aceleración de los procesos), efectividad (óptimo alcance de los objetivos y reducción del exceso de información), e innovación (logro de nuevos y más atractivos objetivos y mercados mediante la optimización de los productos y servicios).

## **2. IMPACTO EN LOS MODOS DE INTERACTUACIÓN ENTRE LAS PERSONAS**

Según Parks y Floyd (1996), dos corrientes opuestas han dominado el debate popular y académico con respecto al impacto de la comunicación electrónica en los modos de interacción entre las personas en una organización. De un lado están los que ven la comunicación mediada por un medio electrónico como superficial, impersonal y a veces hostil. Los proponentes de esta corriente afirman que en el espacio cibernético, sólo puede crearse la ilusión de una comunidad. Del otro lado están, los que afirman que la comunicación por medios electrónicos permite que las relaciones interpersonales superen las barreras físicas y que se creen así, oportunidades para nuevas y genuinas relaciones personales y comunidades (Hakansson y Snehota, 1995). La mayoría de las investigaciones que se realizaron inicialmente sobre la comunicación electrónica consistió en estudios de laboratorio, donde se comparaban grupos que se comunicaban por medio del ordenador con grupos que lo hacían directamente (cara a cara). Los resultados de esta línea de investigación, en general, enfatizaron las desventajas sociales de la comunicación electrónica. Con la implicación que, relaciones personales positivas y profundas ocurrirán muy infrecuentemente en este tipo de comunicación.

Las investigaciones más recientes, sin embargo, cuestionan algunos de los planteamientos de las anteriores investigaciones. Por ejemplo, el énfasis en los aspectos de la presencia física como elemento necesario para el desarrollo de una relación y de una comunicación efectiva. De hecho la investigación realizada por Parks, M. R. y Floyd, K. (1996) en el contexto de la comunicación por Internet, demuestra que las relaciones personales ocurren con frecuencia y evolucionan naturalmente como resultado del tiempo y de

la experiencia en este tipo de comunicación. Estos resultados cuestionan los resultados de los estudios realizados anteriormente e indican claramente que existe la necesidad de una nueva línea de investigación que estudie la comunicación en los nuevos espacios en los que la gente se encuentra gracias a esta tecnología (King et, al., 2004), como el caso objeto de esta investigación: la relación entre los accionistas e inversores y las organizaciones en las que tienen interés a través del espacio de Internet.

Entre los aspectos negativos reportados por la investigación realizada principalmente en los Estados Unidos se destacan los más relevantes. Meisner (1980) afirma que las discusiones grupales electrónicas y conferencias electrónicas a distancia reducen el número de reuniones cara a cara. Gratz y Salem (1984) expresan su preocupación ante el hecho de que la comunicación "ser humano-máquina" está reduciendo la oportunidad de comunicación "ser humano con ser humano", dado que la interacción humana directa es un factor crítico en la formación y en la estabilidad de la identidad personal y de las relaciones humanas. Otro aspecto negativo detectado es el hecho de que la comunicación mediada por Internet limita la capacidad para entender el significado de la información recibida. El ser humano determina el significado de la comunicación a través del contexto y mediante un proceso interactivo de interpretación en el que juega un papel fundamental la comunicación no-verbal (Kilduff y Krackhardt, 1994). Es así como se llega a formar una versión aceptable de lo que pasó en una determinada situación o evento de la vida organizacional (O'Connell, 1988).

La doctrina ha encontrado resultados contradictorios respecto a los efectos de la comunicación con medios electrónicos. Así, la comunicación mediada por Internet elimina el contexto global en el que ocurre la interacción, que incluye todas las formas de comunicación no-verbal (paralenguaje, expresiones faciales, uso del espacio, gestos, miradas, apariencia física, etc.) y otras características del medio ambiente (Sproul y Kiesler, 1986). La ausencia de todas estas características hace que la comunicación por el ordenador y la comunicación cara a cara sean muy diferente. Una consecuencia que parece clara con respecto a la nueva tecnología: rompe el sentido de alienamiento y aislamiento. Por su parte, Hiltz, Johnson, y Agle (1978) encontraron que la participación en la discusión es mayor en las conferencias electrónicas a distancia que cara a cara. Sin embargo, en las reuniones grupales electrónicas, la comunicación es menor por lo que se requiere más tiempo para poder llegar a tomar una decisión.

Según Clappitt (1991) algunos de los problemas más comunes son el exceso de información que incluye información innecesaria e información que es redundante. Garton y Wellman (1995) indican que la tendencia a evitar la comunicación directa (cara a cara) puede resultar en un serio problema en caso de situaciones personales y delicadas o ambiguas, donde la presencia física es necesaria para proporcionar inmediato *feedback*. La reducción en la comunicación electrónica de los elementos comunicativos no verbales

que regulan la interacción humana en la comunicación directa y la disminución de los símbolos de status social y organizacionales pueden fomentar desacuerdos y conflictos.

Otros estudios, por el contrario, presentan un lado más positivo con respecto a las características de la comunicación electrónica. Una investigación realizada específicamente sobre el impacto del correo electrónico demuestra que éste puede ser un medio de comunicación mejor que la comunicación directa en los casos cuando la gente experimenta ansiedad comunicativa, cuando tienen un bajo concepto de sí mismas y cuando son tímidas (Hiltz y Turoff, 1978). La asincronicidad de la comunicación que permite el correo electrónico ofrece un ambiente más seguro que el que estas personas encuentran en la comunicación directa. Por otra parte, el correo electrónico puede crear nuevas formas de comunicación y alterar algunas de las ya existentes. Por ejemplo, reducir el número de llamadas telefónicas, el número de correos postales e incrementar la comunicación directa y escrita (Huber, 1990). Además, la comunicación por ordenador hace posible que la información sea distribuida a lugares remotos de una manera rápida y eficiente. En algunas organizaciones el correo electrónico reduce la formalidad en la comunicación. Facilita la relación entre empleados que ya se conocen, al mismo tiempo que permite que la incorporación de otros que comparten los mismos intereses. La investigación también ha encontrado que los usuarios han generado maneras de suplir las limitaciones de la ausencia de elementos no verbales, usando representaciones visuales y combinación de caracteres escritos, tales como :- ) para indicar una sonrisa, lo que ha llevado a la creación de un nuevo lenguaje propio de los medios electrónicos reconocido en todo el mundo. El correo electrónico facilita que los grupos de interés se sientan menos inhibidos para iniciar el envío de mensajes. Esto ayuda de manera muy particular a que grupos tradicionalmente silenciosos, como los posibles inversores o pequeños accionistas empiecen a relacionarse con la organización. Finalmente, como dice Gates et al. (1996) la comunicación vía Internet ha contribuido a que la comunicación en las organizaciones sea más democrática al facilitar la comunicación entre empleados, supervisores y gerentes. La interacción humana se consigue existe la posibilidad de poderse observar vía videoconferencia, webcam u otros medios electrónicos como video por Internet.

### **3. IMPACTO EN LA ESTRUCTURA TRADICIONAL DEL SISTEMA DE COMUNICACIÓN**

La comunicación electrónica a través de sus diferentes canales ofrece modos para que los grupos de interés, especialmente inversores y accionistas trasciendan la jerarquía tradicional y la separación que existe entre ellos y la dirección (Johnson, 1994). Entre los cambios que ha causado Internet con respecto a la estructura y el sistema de comunicación en una organización, uno de los mas importantes es que proporciona la posibilidad de que la comunicación desde la dirección cambie; de ser directiva, cerrada y semisecreta, a ser una comunicación franca, abierta y honesta respecto a la situación de la empresa. Y en cuanto a la

comunicación desde los accionistas es posible que cambie de ser, solamente informativa a incluir también sugerencias y peticiones, e involucrarse en la vida social rompiendo la tradicional apatía del pequeño accionista.

Quizás el problema fundamental con respecto al impacto de Internet en las organizaciones sea el del acceso democrático e igualitario. Internet puede ser un arma de doble filo. Ciertamente puede ser, como ya ha sido mencionado, un factor decisivo en el proceso democratizador de una organización al permitir mayores posibilidades de información y reducir el nivel de formalidad en las interacciones entre los diferentes niveles existentes y grupos de interés. Pero, por otra parte, la comunicación electrónica puede ocasionar una separación mayor entre los que tienen y los que no tienen acceso a Internet.

Existen tres corrientes de pensamiento con respecto al impacto de Internet en la estructura de la comunicación organizacional (Daniels y Spiker, 1994). La primera corriente, la centralista, sostiene que Internet facilita la centralización y el control de la comunicación al permitir que los grupos de interés tengan acceso directo e inmediato a toda la información que se necesita para la toma de decisiones racionales. La segunda corriente, la descentralista, sostiene que Internet promueve la descentralización y reduce el control sobre la comunicación argumentando que, los cuadros de mandos van a estar más dispuestos a delegar y permitir que la información circule libremente. La tercera corriente, la neutral, sostiene que el factor determinante en el impacto de Internet en la comunicación organizacional no es la tecnología en si misma, sino la filosofía de la dirección y el medio ambiente en el que la organización opera. Los resultados de la investigación realizada (Roveda y Ciborra, 1981) en esta área parecen confirmar que efectivamente el factor determinante de la centralización o descentralización de la estructura de la comunicación en una organización depende de la filosofía de la dirección o viene marcado por la legislación operante en cada momento.

La función de comunicación está adquiriendo una importancia estratégica en las organizaciones actuales debido a dos razones fundamentales. En primer lugar, el entorno turbulento en el que se desenvuelven, el cual exige diseñar estrategias que permita a las organizaciones adaptar rápidamente su estructura, esta respuesta requiere un diálogo continuo con los agentes internos y externos (Grant, 1996). De otra parte, los recursos generados mediante una comunicación activa, por ejemplo una buena reputación (Muniz y O'Guinn, 2001), son valores estratégicos comparables con la solidez financiera, los productos de buena calidad o el personal cualificado; entre otros (Brase, 2001).

Según Mazo (1994), la capacidad de comunicación sirve de apoyo en el diseño de la estrategia corporativa. En este sentido, y abundando en lo anterior, podemos decir que los objetivos estratégicos no son fijados únicamente por la dirección de la empresa, otros actores intervienen en este proceso (individuos, grupos y organizaciones), que mantienen una relación directa o indirecta con la organización y que pueden

verse afectados, positiva o negativamente, por sus decisiones y/o actuaciones (Gulati et al, 2000).

Por otra parte, Johnsson (1991) entiende que la comunicación es una herramienta de dirección y gestión, una función que es o debería ser estratégica dentro de las organizaciones. Esto es debido a que el valor de los activos intangibles es cada vez mayor, ya que los agentes económicos reciben continuamente mensajes procedentes de las organizaciones, y éstas deben prestar atención a la comunicación para que contribuya a la creación de una imagen que ayude a la estrategia corporativa (Ind, 1992).

De este modo, la comunicación pasa a tener un papel relevante en las organizaciones, que deben demostrar día a día lo que son y lo que pretenden ser. Observando además, un comportamiento coherente ante todos sus interlocutores (Carrascosa, 1992). Dicho de otro modo, la comunicación interna y la comunicación externa deben estar perfectamente encadenadas con idénticos mensajes. A esta integración se le denomina comunicación corporativa (Capriotti, 1992), que incluye: la comunicación de marketing (publicidad, promoción de ventas, marketing directo, patrocinio, ventas personales, etc.), la comunicación organizacional (relaciones con las administraciones públicas, inversores, mercado de trabajo y acciones.) y la comunicación entre los órganos de dirección de la empresa (reuniones, consejos, etc. en las que participan los directivos y consejeros de la organización (Riel, 1997).

Uno de los elementos de la comunicación, el medio o canal, ha adquirido una gran importancia en los últimos años, ya que el desarrollo de Internet ha impulsado el uso de otros canales electrónicos de comunicación como el correo electrónico, listas de distribución, etc. En las publicaciones de Licklider (1960) y Licklider y Taylor (1968) ya se hacía referencia a las redes como herramientas eficaces para la comunicación humana y los negocios. Hoy en día, afectan a todos los aspectos de la vida: hogar, trabajo, actividad empresarial, enseñanza, acceso a la atención sanitaria, gestión y prestación de servicios públicos y a las formas de participación de los ciudadanos en una sociedad democrática. A través de Internet se conectan multitud de agentes (ciudadanos, administraciones públicas, empresas, etc.) de todo el mundo e interactúan entre sí, sin barreras espaciales ni temporales (Gulati, 1998). Luego Internet es algo más que un conjunto de ordenadores conectados, también se puede definir como una comunidad de personas que usan y desarrollan un conjunto de redes (Krol y Hoffman, 1993).

En el mismo sentido December (1997) define Internet como una comunidad de personas que interactúan, comparten información y se comunican (Casanueva y Galán, 2003). Cuando una red de ordenadores conecta a personas u organizaciones se denomina red social (*social network*), o sea, una red de organizaciones y otras entidades sociales (Garton, Haythornthwaite y Wellman, 1997). En este sentido December (1996) acuña el concepto de Internet Computer-Mediated Communication (ICMC) para hacer referencia a la comunicación electrónica basada en Internet. Este autor considera que Internet no es un

simple medio, sino un conjunto o rango de medios de comunicación. Hoffman y Novak (1995) se refieren incluso a un modelo de comunicación al que denominan "entorno por medio del ordenador", *Computer Mediated Environment (CME)*, e identifican con este término el medio electrónico constituido por una red de ordenadores distribuida. Según esta terminología entendemos que Internet es un CME (Carroll, 2000).

En el ámbito específico de las organizaciones, Internet es una red de redes internacional con capacidades para que éstas intercambien información internamente o para que se comuniquen externamente con otras organizaciones (Levitt, 1995; Laudon y Laudon, 1996). Es decir, Internet proporciona facilidad para la comunicación en los ámbitos interno y externo de las organizaciones, y llega a constituir un sistema de información intraempresarial e interempresarial con extensión global (Cash y Konsynski, 1986). A modo de ilustración de la penetración de Internet en la sociedad española se exponen a continuación los datos de Red.es del Observatorio de las Comunicaciones y la Sociedad de la Información, que engloba los datos de las TICs en los hogares españoles publicado en 2006. El porcentaje de individuos que han accedido a Internet en los últimos tres años ha crecido 14 puntos porcentuales entre el III trimestre de 2003 y el III trimestre de 2005, hasta situarse en el 48% de la población total. El análisis sociodemográfico pone de manifiesto que, de los usuarios de la red el 50,5% son hombres y el 45,1% son mujeres. Igualmente, refleja que los internautas son individuos localizados, principalmente, en el estrato de edad de 15 a 34 años. De éstos, los ubicados en el segmento de los 15 a 24 son más numerosos (80%) que los pertenecientes al estrato de 25 a 34 (70%).

Se mantienen las expectativas de crecimiento no sólo en el número de internautas, sino en los usos que éstos hacen de la red, ya que más del 70% de los usuarios aseguran que lo utilizaron en el último año al menos igual que antes o más. Las principales actividades que realizan los usuarios de Internet en el período julio-septiembre de 2005 son los buscadores (72%), el uso del correo electrónico y actividades funcionales (68%) y la consulta de noticias (53%). La mensajería instantánea es la actividad en la que más ha crecido el número de usuarios que la utilizan, con una subida de más de ocho puntos porcentuales.

Se entiende por actividades funcionales, la agrupación que incorpora una amplia gama de actividades que van desde la utilización del correo electrónico, la búsqueda de información, la utilización de buscadores, hasta la realización de trámites con diversos agentes del mercado a través de la red: bancos, administraciones públicas y empresas (Hoffman y Novak, 1996). Esta categoría la forman: visita a portales de la administración Pública, consulta de noticias, buscador, visita portales de ayuntamientos, consulta de cuentas bancarias, correo electrónico, búsqueda de información sobre salud y realización de operaciones bancarias y financieras.

Se está produciendo un proceso de maduración de los internautas españoles que realizan un uso de la red cada vez más específico y especializado, dando mayor papel protagonista a las actividades funcionales,

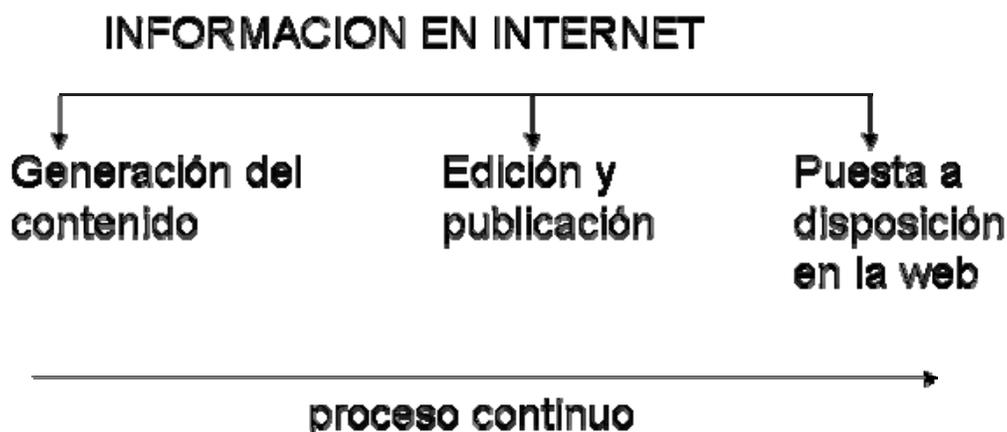
en detrimento de las actividades de ocio.

La comunicación corporativa es un enfoque global de la comunicación en el ámbito de las organizaciones, que comprende todo proceso de producción y envío de mensajes de la organización hacia sus diferentes públicos. En la actualidad, gracias a los medios de comunicación basados en Internet este proceso se realiza de un modo más eficaz y eficiente (Schlosser et al, 2003).

Según el estudio realizado en las organizaciones españolas, en términos generales, podemos concluir que éstas utilizan los medios de comunicación basados en Internet principalmente para el intercambio de información. Concretamente, las organizaciones afirman que el objetivo de la página web de la organización es difundir información corporativa, el uso con fines transaccionales es marginal. Además, el 50% de las organizaciones consideran a Internet un entorno inseguro, lo que constituye una barrera a su desarrollo como entorno para las transacciones, especialmente las de índole comercial.

En relación al impacto experimentado por las organizaciones españolas, derivado de la utilización de los medios basados en Internet y su previsión de futuro, podemos apuntar que las organizaciones reconocen que con la utilización de Internet se han reducido los costes de comunicación y les permite contactar con otras organizaciones, principalmente a nivel internacional (Gulati y Singh, 1999). Además, afirman encontrarse actualmente en proceso de mejora, realizando inversiones en tecnologías de la información y de la comunicación y ampliando las aplicaciones de las mismas en el ámbito de la organización. La cadena de valor del suministro de información de la empresa ha reducido las actividades básicas y como consecuencia su tiempo de entrega al mercado (ver figura 3.3). Esta circunstancia ha permitido ofrecer la suficiente flexibilidad y transparencia para el autoservicio, de modo que los inversores puedan mejorar su confianza de forma constante (Fogg et al., 2004a).

Figura 3.3 Cadena de distribución de la información en Internet.



(Fuente: elaboración propia).

Como última reflexión, en los próximos años será imprescindible contemplar los medios basados en Internet dentro del plan de comunicación corporativa de la organización. Además, los pequeños accionistas con presencia en Internet crecen cada día y la organización debe hacer frente a este reto y plantear la estrategia más adecuada para adaptarse al entorno virtual y beneficiarse de las ventajas de estos medios de comunicación con el entorno físico (Gulati, 1995b).

Internet está, por otra parte, reconfigurando la estructura de las relaciones individuales y de las organizaciones (Rescher, 1999). Internet ofrece la infraestructura necesaria para crear un sistema de gobierno participativo de las organizaciones al facilitar, por una parte, el diálogo permanente entre propietarios y la dirección, y por otra, la participación constante en la toma de decisiones que definen las políticas y procedimientos organizacionales.

Sin duda ninguna, la revolución más grande de Internet tiene que ver con la forma cómo las organizaciones se comunican con el exterior. El correo electrónico está desplazando de una manera dramática el uso del teléfono y del fax en la comunicación, tanto dentro de la propia empresa como con el exterior. Y las páginas electrónicas se están convirtiendo en los centros de difusión y acceso a la información. La presencia en Internet a través de estas páginas electrónicas se está convirtiendo en una necesidad de supervivencia para las organizaciones. Según Castells (1996), la nueva economía mundial está organizada alrededor de redes globales de capital, administración e información cuyo acceso a las tecnologías de "cómo saber hacer" está en las raíces de la productividad y la competencia.

### **3.1.7 Desarrollo de la confianza en la empresa a través de la tecnología de Internet**

El gobierno corporativo electrónico implica el uso de la tecnología de Internet para mejorar la confianza entre las empresas y los grupos de interés, pero para que éste obtenga el resultado esperado, confianza, debe producirse, lo que la doctrina denomina la aceptación de la tecnología (Handy, 1995).

Davis 1989, investigó sobre las causas que llevaban a los empleados a adoptar una nueva tecnología en su trabajo y llegó a la conclusión que principalmente era debido a dos causas: 1) percepción de utilidad y 2) percepción de facilidad de uso. Sus investigaciones le llevaron a enunciar el Modelo de Aceptación de la Tecnología (Technology Acceptance Model), conocido por las siglas TAM. Este modelo ha sido testado y validado en diversas investigaciones, tanto con distintas herramientas de trabajo tecnológicas (Bahmanziari, Pearson y Crosby, 2003; Pavlou, 2003; Venkatesh et al.2002), como en Internet (Dahlberg, Mallat y Oorni,

2003; Featherman y Pavlou, 2002). El TAM se basa en la teoría de que las creencias sobre algo influyen en las intenciones y las intenciones, sobre la acción. Siguiendo este razonamiento, para que se acepte la tecnología de Internet por los accionistas, ésta debe percibirse como útil y fácil de usar.

El modelo de la Difusión de la Innovación (siglas en inglés DOI) enunciado por Rogers (1996), es otro modelo de investigación que explica la aceptación de la tecnología. Este modelo se basa en cuatro características: 1) complejidad definida como el grado de en que la tecnología es fácil de entender y usar; 2) compatibilidad o grado en que la tecnología es compatible con la creencia, valores y experiencia de los que van a usar esa tecnología; 3) utilidad o capacidad de uso y 4) observabilidad o el grado en que los resultados son visibles. De estas cuatro características, la doctrina concluye que las más relevantes para la adopción de la nueva tecnología son la complejidad y la compatibilidad (Hoffman y Novak, 1996). Otros autores, (Diamond, 1989) presentan otros factores como la imagen de la empresa. Las investigaciones realizadas usando la tecnología de Internet demuestran que la imagen de la empresa que usa la tecnología proporciona razones para su uso, así como el hecho de percibir una ventaja por su uso, (Dellarocas, 2003; Bolton y Katok, 2004).

De acuerdo con estos modelos, se puede decir que los accionistas estarán más dispuestos a usar la tecnología de Internet si perciben facilidad de uso, utilidad y que obtienen alguna ventaja por el uso. La confianza la debe proporcionar tanto la empresa como la tecnología (Rotter, 1971; Zucker, 1986; Mayer et al., 1995; McKnight y Cummings, 1998). McKnight et al. (2002a) avanzan sobre los modelos de confianza anteriores y desarrollan un modelo de medición de la confianza en Internet enfocado en el desarrollo de la confianza inicial en la web. En la fase de inicial de uso de Internet, la relación del *trustee* con el *trustor* no es del todo creíble, ni existen vínculos fuertes de compromiso (Morgan y Hunt, 1994), ni afectivos entre las partes (McKnight et al., 2002a). En este estadio el cumplimiento de la ley por parte de la empresa hace que el *trustee* se sienta seguro y confiado. Este constructo contiene dos dimensiones: 1) seguridad institucional, el *trustee* cree que la regulación y los recursos legales existentes le protegen y 2) situación de normalidad, la empresa tiene los atributos de competencia, integridad y credibilidad. Entonces, la decisión de los accionistas de realizar transacciones con la empresa a través de Internet se lleva a cabo (Lee y Turban, 2001; Belanger y Hiller, 2005).

Los pequeños accionistas conforman el colectivo que más acusa la rapidez y volatilidad de los mercados de valores, y por ello se hace cada vez más importante que las sociedades anónimas cotizadas se esfuercen por ofrecerles toda la información necesaria que les permita adoptar sus decisiones de inversión en igualdad de condiciones con los inversores institucionales y los grandes accionistas.

En los últimos años, se han desarrollado en Europa diversos análisis empíricos sobre la información, principalmente financiera, que las principales compañías europeas distribuían a través de Internet.

Lymer (1998) analiza las 50 mayores empresas de Reino Unido. Craver y Marston (1999) avanzan en esta línea analizando 206 empresas del índice FTSE 100 y las compañías con las mayores capitalizaciones, de acuerdo con la información publicada en el periódico Financial Times. En Alemania, Marston y Polei (2004) examinan la información voluntaria y la información relativa a los inversores en las principales empresas alemanas. Lymer y Tallberg (1997) analizan la información de las empresas que cotizan en la Bolsa de Helsinki. Hedlin (1999) estudia las 60 compañías suecas que cotizan en el índice de la Bolsa de Estocolmo. En España también se han desarrollado análisis empíricos en este campo. Gowthorpe y Amat (1998) analizaron las 379 empresas que cotizan en la Bolsa de Madrid. Larrán y Giner (2002) realizaron un estudio sobre la información presentada en Internet por las 144 empresas que cotizan en el mercado continuo, al igual que Gandía y Andrés (2005). Otros análisis empíricos han analizado los principales índices europeos, Bonsón et al., (2000) analizaron los informes digitales de las 50 empresas que componen el índice Dow Jones Eurostoxx 50. Más tarde Bonsón y Escobar (2002) analizaron la información financiera digital de las 300 mayores empresas de la Unión Europea. Posteriormente, han analizado la información que las empresas de los países de Europa del Este que se están incorporando en los últimos años a la Unión Europea proporcionaban a través de Internet con dos objetivos. El primero es determinar la distancia existente entre la información que actualmente proporcionan y la que se exige, según las directivas europeas. El segundo es analizar empíricamente los factores que explican el diferente comportamiento de las empresas en la relación con los inversores y accionistas (Bonsón y Escobar, 2006).

La mayoría de los estudios realizados hasta ahora se centran en analizar la información financiera y parte de la información sobre gobierno corporativo que la Ley de Transparencia ha obligado a las empresas a poner a disposición de los terceros en su página web. Esta investigación pretende ir más allá y analizar no sólo si las empresas cumplen con la legalidad y son transparentes en su gobierno, sino además como a través de la información, canales de comunicación y participación, otras funcionalidades y características propias de la tecnología, las empresas pueden proporcionar confianza.

El Informe Aldama (2003), hace alusión en su apartado 2.2, a los “cauces para hacer efectiva la transparencia” del gobierno corporativo. En el apartado 2.2.b, se detallan los puntos esenciales que debe recoger la página web de la sociedad cotizada, estableciendo unos mínimos y apuntando explícitamente que, “en busca de la simetría de la información, se dé cuenta en la página web de un resumen de los informes emitidos por los principales analistas, bancos de inversión o agencias de calificación, que siguen la sociedad de manera continua”.

La comisión Aldama emitió su informe a principios de 2003, y la regulación legal, que recoge buena parte de sus recomendaciones, se produjo apenas seis meses después, con la aprobación de la Ley 26/2003,

de 17 de julio, conocida como Ley de Transparencia. Con ella se refuerzan los principios de buen gobierno de las sociedades anónimas cotizadas en España. En su artículo 11, dicho texto legal hace referencia a la obligación de las sociedades cotizadas de tener una página web para atender el ejercicio del derecho de información por parte de sus accionistas y para distribuir información relevante.

Los contenidos mínimos que deben consignar las sociedades cotizadas en sus páginas web se detallan en la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). La circular desarrolla la Orden Ministerial ECO 3.722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades. En ella se recogen la mayor parte de las recomendaciones realizadas por la Comisión Aldama sobre el contenido de la página web, a excepción de la relativa a los informes de analistas, bancos de inversión y agencias de calificación. En el ámbito internacional, la utilización de Internet para aumentar la transparencia de las compañías cotizadas tiene una tradición amplia. El Código Unificado (2006) recomienda el uso del voto electrónico para el fomento de la participación de los accionistas.

Desde finales de la década de los años noventa, las compañías más comprometidas con la transparencia hacen uso de la tecnología de Internet para mejorar la comunicación con sus inversores y para mejorar su imagen.

Además, los organismos reguladores de los principales mercados financieros han desarrollado normativas tendentes a la utilización de la web como elemento para fomentar la transparencia, como se detalla en el anexo 1

En este apartado se intentará analizar las principales herramientas que Internet pone a disposición de las empresas para el desarrollo de los mecanismos de gobierno electrónico. Cabe de más decir, que Internet debe ser uno más de los canales de comunicación y no el único, sino en lugar de beneficiar al accionista se le terminaría perjudicando.

### **3.1.7.1 Confianza a través del gobierno electrónico**

Siguiendo las recomendaciones del Informe Aldama, la ley de Transparencia obliga a las empresas a disponer de una página web “través de la cual puedan tanto informar a sus accionistas, como a los inversores y al mercado en general, de los hechos económicos y de todos aquellos de carácter significativo que se produzcan en relación con la sociedad, para facilitar la participación de los accionistas en el ejercicio de su derecho de información”. Para facilitar el acceso a la información, la página web debe cumplir unos determinados requisitos técnicos y jurídicos y un requisito de contenidos mínimos (Aitken et al, 2001; Alba et

al, 2003). Así, sin ánimo de ser exhaustivos pasamos a enumerarlos y explicarlos someramente:

#### 1. Requisitos técnicos y jurídicos de la página web

- Página web con nombre de dominio registrado. No se exige ni que lleve el sufijo .es, ni que coincida o haga referencia a la denominación social. La utilización de cualquier nombre para la página web no facilita al accionista o inversor su búsqueda rápida.
- Acceso rápido y directo a contenidos, por medio de un vínculo directo desde la página inicial de la empresa con la denominación “información para accionistas e inversores”. La visualización no debe requerir más de tres pulsaciones de ratón desde la página principal. Los contenidos deben estar estructurados y jerarquizados, puestos de forma lógica y deben aparecer en el mapa web de la sociedad. De aquí se deduce que la página debe contener un mapa web de forma obligatoria.
- Acceso gratuito. Lo que significa que la empresa no cobre dinero por el acceso a los contenidos, no que la conexión a Internet sea gratuita. Lo que debe ser obligatoriamente gratuito es el acceso a los contenidos.
- Acceso libre. El acceso debe ser libre, es decir, sin necesidad de introducir una clave y contraseña.
- Comprensibilidad de la información. Todas las páginas deben estar redactadas al menos en castellano, con un lenguaje sencillo adaptado al inversor medio. Los títulos deben ser claros, entendibles y sin acrónimos.
- Todas las páginas se deben poder imprimir.
- La información se puede presentar de forma directa o mediante enlaces a las bases de datos que contengan la información. Siempre respetando lo anteriormente mencionado.

#### 2. Requisitos de contenidos, siguiendo la agrupación hecha por Muñoz Paredes (2004) :

##### a) Información general sobre la sociedad que comprende:

- Los estatutos sociales
- Capital social y acciones actuales con sus clases, cuadro de evolución, mercados en los que cotiza, calendario de abono de dividendos, emisiones y OPVs.

- Datos de participaciones significativas y autocartera.
- OPAs.
- Hechos relevantes, el texto íntegro comunicado a la CNMV.
- Agenda del inversor con las fechas más relevantes para el accionista respecto a la sociedad.
- Las direcciones físicas y electrónicas o números de teléfono a disposición del accionista para comunicarse con la sociedad.

b) Información Económico-financiera:

- Cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría, del último ejercicio cerrado y de los dos precedentes.
- La información pública periódica que la empresa debe remitir a la CNMV.
- La calificación otorgada por entidades de rating.

c) Gobierno Corporativo:

- Junta General: texto íntegro de su reglamento. Convocatoria. Orden del día y propuestas del consejo. Cauces para solicitar la información, delegar el voto o votar a distancia. Información sobre las Juntas celebradas en el ejercicio en curso y el precedente.
- Consejo de Administración: composición del consejo y sus comisiones, los vínculos existentes de cada uno de sus miembros con los accionistas. Asimismo debe publicarse el Reglamento del Consejo y el Reglamento interno de conducta.
- Texto íntegro de los pactos parasociales.
- Texto del informe anual de gobierno corporativo.

Tanto los aspectos técnicos como los contenidos obligatorios configuran la dimensión de legalidad o cumplimiento de la ley, que vamos a utilizar para medir la confianza de los accionistas.

En los contenidos se echan de menos algunas de las recomendaciones realizadas por el Informe Aldama como que "la página web de la sociedad será el espacio para consignar cualquier hecho de carácter relevante sobre el que el consejo considere conveniente informar y, en especial, las operaciones relacionadas

o vinculadas entre la sociedad y sus consejeros, administradores o accionistas, que pudieran aprobarse y fueran significativas”.

La comisión Aldama recomienda, también, que, “en busca de la simetría de la información, se dé cuenta en la página web, de un resumen de los informes emitidos por los principales analistas, bancos de inversión o agencias de calificación, que siguen la sociedad de manera continua.”

Puede ser una buena oportunidad para los consejos de administración abrir una vía de diálogo en la página web de la empresa, aprovechando algún hecho que desee comunicar. Así debería haber un canal directo de comunicación bajo la denominación “el consejo informa”, por el cual pudieran los accionistas comunicar con el consejo de administración y exponerles sus propuestas y dudas y el consejo respondiera a ellas y explicara que está haciendo la empresa para lograr sus objetivos. Para conseguir que los accionistas se sientan confiados y seguros con la relación que mantienen con la empresa, deben poder predecir que va ocurrir en el futuro (Dye, 1990).

Los aspectos técnicos en Internet, aunque poco desarrollados, se han configurados como esenciales para garantizar el éxito en su uso y utilidad. Así, el concepto usabilidad de un sistema software, introducido por J. Nielsen (1993) tiene dos componentes principales, uno hace referencia al aspecto funcional del sistema –las acciones u operaciones que el sistema realiza– y otro a cómo los usuarios pueden usar dicha funcionalidad, siendo ésta segunda la que principalmente interesa en esta investigación. Los factores principales que deben considerarse al hablar de usabilidad son la facilidad de aprendizaje, la efectividad de uso y la satisfacción con que las personas son capaces de realizar sus tareas gracias al uso del producto con el que está trabajando, factores que descansan en las bases del llamado “diseño centrado en el usuario” (Moran, 1981; Bevan, 2003). El grado de usabilidad de un sistema interactivo es un aspecto relacionado con la interfaz de usuario (Granollers, Lorés y Perdrux, 2003), que es inversamente proporcional al tiempo que malgastan los usuarios de dicho sistema intentando averiguar el alcance de qué hace o dónde esta una determinada funcionalidad (Bevan, 2000).

Y la definición “formal” del término usabilidad que el estándar ISO 13407-11 nos propone es: “la medida en la que un producto se puede usar por determinados usuarios para conseguir objetivos específicos con efectividad, eficiencia y satisfacción en un contexto de uso especificado”.

Aunque la web está basada en principios de interfaces relativamente simples –enlaces, botones, texto, menús, cajas de texto y gráficos–, los problemas de usabilidad serios son bastante frecuentes (Brink, Gergle y Word, 2002; Abascal, 2002 y 2003). Estos problemas son:

- Problemas de percepción humana. Aparecen cuando, por ejemplo, un conjunto de páginas está diseñado de forma acorde a como la información está físicamente almacenada, en lugar de cómo ésta debe ser presentada para su comprensión (Sutcliffe, 2003).
- Frustrantes problemas de navegación. Desorientan al navegante motivando preguntas como ¿dónde estoy ahora?, ¿cómo he llegado aquí? o ¿qué debo hacer para...? son demasiado frecuentes. Todo ello se agrava cuando hay ambigüedad en la comprensión de los enlaces o no se siguen los estándares en los elementos de navegación (Sutcliffe, 2002).
- Deben tenerse en cuenta aspectos importantes acerca de la memoria humana. Si los usuarios tienen que recordar un elevado número de ítems seguro que alguno de ellos se perderá. Agravándose la situación si además, deben recordar ciertos ítems de una página a otra (Sutcliffe, 2002).
- Gran parte de la información que las webs muestran provienen, cada vez más, de información almacenada en bases de datos, conllevando inconvenientes de usabilidad para el usuario final derivados de la no concordancia de la información mostrada con los datos reales que la base de datos asociada dispone, problema derivado de la sincronización de las páginas (Rosenfeld y Morville, 2002).
- Otros problemas como: contenidos pobres, la lentitud en las descargas, los enlaces rotos, las opciones y menús confusos, el abuso de ventanas emergentes o la “moda de la letra muy pequeña”, (Rosson y Carroll, 2002).

Los beneficios que la usabilidad puede aportar a la implementación de sitios web permiten una mayor productividad y una reducción del esfuerzo (Coutin, 2002). La facilidad de uso facilitará su “fidelización”; el visitante volverá y posiblemente recomendará el sitio a sus conocidos y amistades (Anglides, 1997). Si la página web no es usable disminuyen la salud, bienestar, motivación y puede incrementar el absentismo de los accionistas (Anderson y Weitz, 1989 y 1992).

Bauer et al. (2002) sostienen que las características asociadas a Internet tienen consecuencias positivas sobre la satisfacción que experimenta el accionista. De hecho, Internet contribuye a establecer relaciones estables con los terceros interesados (Crawford et al., 2002). La facilidad con que este medio permite que los accionistas se pongan en contacto con la empresa favorece el desarrollo de una comunicación interactiva (Szymasky, 2001). Asimismo, las páginas web que mantienen un interés, tanto por la información como por los aspectos ligados a los derechos derivados de una relación social, contribuyen a que sea visitada en más ocasiones (Moorthy et al., 1997). Preparando así las bases para la creación de una

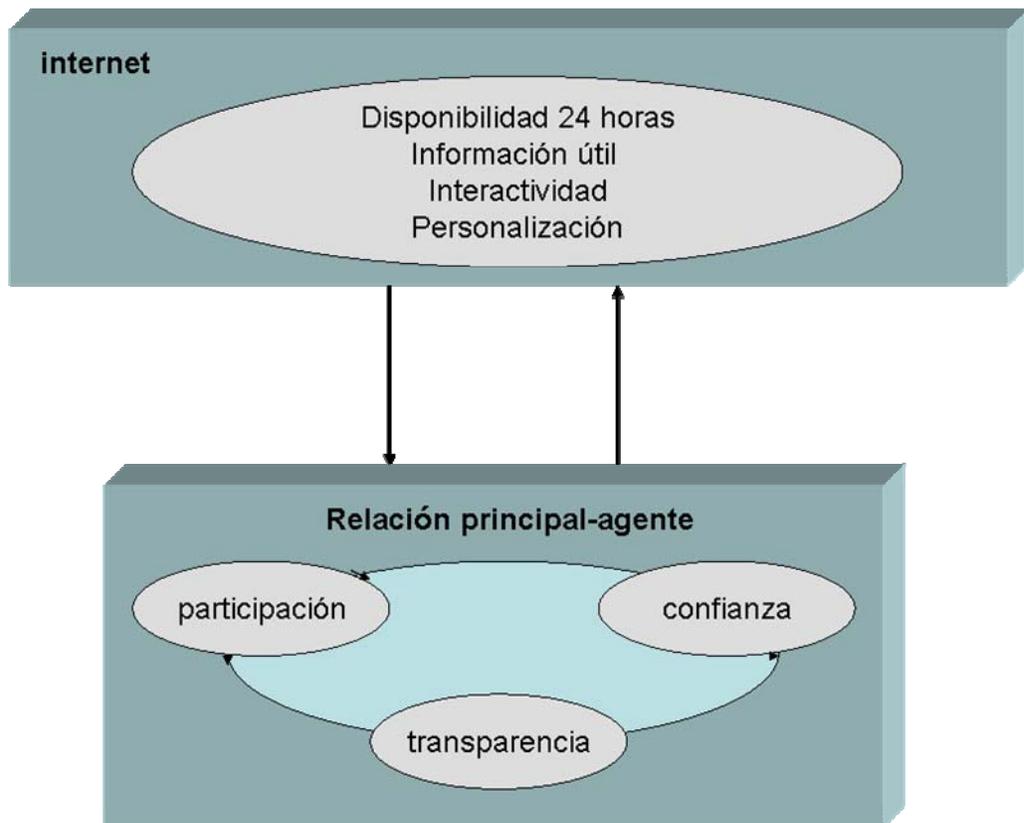
relación empresa-tercero (Constantine, 1995). Así pues, entre los rasgos propios de Internet señalamos los que se citan a continuación, por su relevancia para esta investigación:

- **Trato individualizado:** se interpreta como la habilidad que tiene la empresa de adaptar los contenidos y el entorno de las transacciones de modo individual. Schrage (1999) señala que el valor de las páginas web reside tanto en la variedad de contenidos que pone a disposición de los usuarios como en su capacidad para permitir la individualización. Esto supone que, a través de las web se pueden diseñar servicios de acuerdo con las condiciones de los terceros, teniendo en cuenta sus preferencias obteniendo como resultado una relación de elevada calidad para cada tercero individual (Bauer et al., 2002). Asimismo, Srinivasan et al. (2002) señalan que la individualización propiciada a través de las web de Internet contribuye a que los terceros vuelvan a visitar la web en el futuro.
- **Disponibilidad de Información:** la información proporcionada por las web puede obtenerse en cualquier momento. Su carácter intangible e interactivo permite que sólo en segundos se pueda transmitir la información a cualquier país del mundo (Bauer et al., 2002). Además, es una de las características que más habitualmente se señala como determinante para que el inversor llegue a establecer una relación con la empresa, ya que la reducción de los costes de búsqueda de información es un beneficio altamente valorado (Ariely, 2000; Linch y Ariely, 2000).
- **Contacto Interactivo:** se refiere a la naturaleza dinámica de la relación que tiene lugar a través de la web. Srinivasan et al. (2002) lo definen como “la disponibilidad y efectividad de los instrumentos de apoyo en la web, y el grado en que se facilita la comunicación bidireccional con ellos”. Bauer et al. (2002) interpretan esta característica como la facilidad con que las web permiten una búsqueda rápida a través de una gran variedad de información interrelacionada. Por otra parte, la interactividad permite que la empresa tenga un mayor conocimiento de las necesidades, gustos y preferencias de los que se relacionan con ella. Algunos autores plantean la relación positiva que existe entre el contacto interactivo y la lealtad hacia la web, en el sentido de que un mayor conocimiento del inversor, favorece una mayor satisfacción del mismo (Szymasky, 2001; Shankar et al., 2003), y, en definitiva, futuras intenciones de relación (ver figura 3.4).
- **Facilidad para llevar a cabo una transacción completa:** es una característica que recoge los aspectos referidos a una utilización simple, intuitiva y agradable de las web en orden a finalizar una transacción completa por este medio. En este sentido, la disponibilidad de información resulta esencial para que el intercambio sea exitoso. Asimismo, las condiciones de confidencialidad y seguridad que rodean a los datos económicos juegan un papel importante (Suh y Han, 2003). Szymasky (2001) mantiene que una web adecuada debe proporcionar respuestas en un corto

espacio de tiempo, debe facilitar de modo rápido el desarrollo de la transacción completa y, al mismo tiempo, debe minimizar el esfuerzo que tengan que realizar los terceros. En el caso de que los terceros encuentren dificultades en sus esfuerzos para consumir las transacciones, probablemente no volverán a utilizar dicho medio para transacciones futuras (Cameron, 1999).

- Capacidad para satisfacer con la utilización del medio Internet: tal y como señalan Childers et al. (2001), los motivos para realizar una transacción on-line son tanto utilitarios como hedónicos. Hirschman y Holbrook (1982) afirman que los terceros persiguen diversión, fantasía, e incluso estímulos sensoriales cuando deciden llevar a cabo una transacción en la red. En este sentido, la interacción en la red se convierte en una actividad de entretenimiento, al mismo tiempo que permite alcanzar el objetivo perseguido. Todo ello permite concluir que la satisfacción con el canal utilizado es, en este caso, dependiente no sólo de aspectos relacionados con la transacción, sino también de las características de las web a través de las cuales se realiza la transacción. Como por ejemplo: alta resolución de imágenes y gráficos, comentarios interesantes, entre otros (Childers et al., 2001).

Figura 3.4 Marco de relación principal-agente a través de Internet.

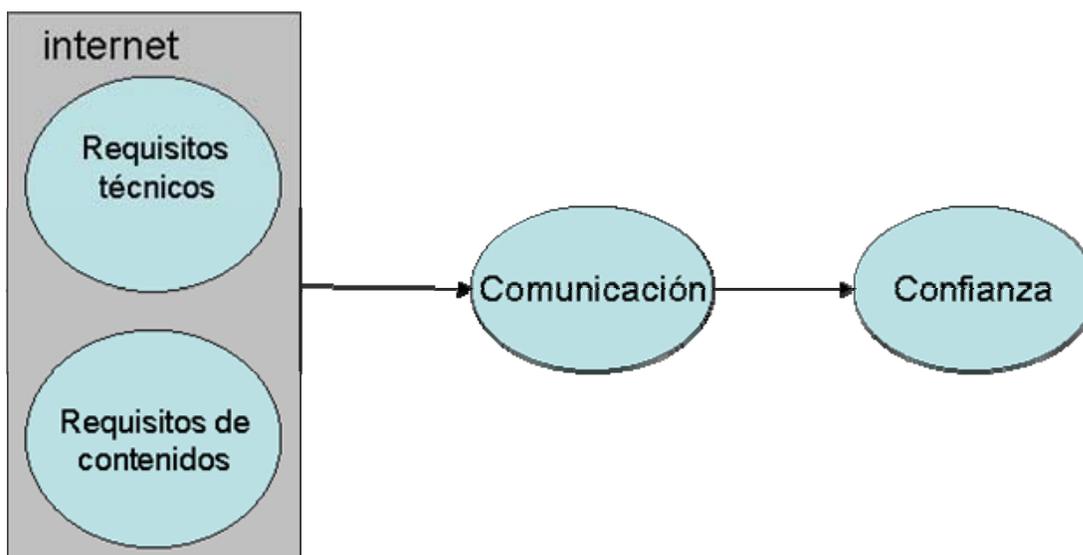


(Fuente: elaboración propia).

Con la implantación de las prácticas recomendados por los códigos de buen gobierno, las proposiciones planteadas establecen que se consigue más transparencia, más valor para el accionista y reducción de los costes de agencia, como se ha visto en el apartado anterior.

Los códigos de buen gobierno ofrecen prácticas y principios básicos de conducta que garantizan y fortalecen la base de confianza entre las empresas y los inversores y facilitan el diálogo. Esta comunicación debe ser voluntaria y libre, en aras de satisfacer sus intereses (Tocqueville, 1989). La acción comunicativa tiene como fin de la interacción el entendimiento y el acuerdo para establecer planes de acción (Habermas, 1987 y 2001; Fukuyama, 1998). La empresa debe utilizar un canal de comunicación universal, como Internet, para favorecer el diálogo y relacionarse con sus grupos de interés, principalmente los accionistas, donde se pueda promover acuerdos y negociaciones de la voluntad común (Putnam, 2000; Tallman et al, 2004). Esto nos lleva a desarrollar la siguiente parte del modelo (ver figura 3.5):

Figura 3.5 Internet como canal de comunicación para la confianza.



(Fuente: elaboración propia).

La principal dificultad que conlleva la medición de la confianza es su cuantificación. Para la medición de la confianza a través de Internet vamos a utilizar las dimensiones de la confianza, analizadas en el apartado 2.2.2, que son 1) cumplimiento de la ley o legalidad; 2) transparencia; 3) diálogo; 4) credibilidad y compromiso social. Posteriormente, con todas las variables identificadas se crea un índice que nos ayude a cuantificar la

confianza que las empresas proporcionan a través de Internet y poder identificar aquellas empresas que proporcionan más confianza.

A continuación se va a determinar cuales son los ítems a analizar para cada una de las dimensiones. En el caso de la dimensión de legalidad o cumplimiento de la ley se medirán los dos grupos de requisitos analizados: 1) requisitos técnicos, como se muestra en la tabla 3.5 y 2) requisitos de contenidos, como aparece en la tabla 3.6, de acuerdo con la Ley de Transparencia vigente actualmente.

**Tabla 3.5 Requisitos técnicos para la medición de la cumplimiento de la ley**

<b>Requisitos técnicos obligatorios por Ley</b>
1º Página web con nombre de dominio registrado.
2º Vínculo directo desde la página inicial de la empresa con la denominación "información para accionistas e inversores".
3º La visualización no debe requerir más de tres pulsaciones de ratón desde la página principal.
4º La página debe contener un mapa web.
5º Acceso gratuito a los contenidos.
6º Acceso libre. El acceso debe ser libre, es decir, sin necesidad de introducir una clave y contraseña.
7º Comprensibilidad de la información. Todas las páginas deben estar redactadas al menos, en castellano,
8º Todas las páginas se deben poder imprimir.
9º La información se puede presentar de forma directa o mediante enlaces a las bases de datos que contengan la información.

(Fuente: elaboración propia).

Tabla 3.6 Requisitos sobre los contenidos para la medición de la dimensión de cumplimiento de la ley.

Requisitos de contenidos obligatorios por Ley
<p>b) Información general sobre la sociedad que comprende:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Los estatutos sociales</li><li>▪ Capital social y acciones actuales con sus clases, cuadro de evolución, mercados en los que cotiza, calendario de abono de dividendos, emisiones y OPVs.</li><li>▪ Datos de participaciones significativas y autocartera.</li><li>▪ OPAs.</li><li>▪ Hechos relevantes, el texto íntegro comunicado a la CNMV.</li><li>▪ Agenda del inversor con las fechas más relevantes para el accionista respecto a la sociedad.</li><li>▪ Las direcciones físicas y electrónicas o números de teléfono a disposición del accionista para comunicarse con la sociedad.</li></ul>
<p>c) Información Económico-financiera:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría, del último ejercicio cerrado y de los dos precedentes.</li><li>▪ La información pública periódica que la empresa debe remitir a la CNMV.</li><li>▪ La calificación otorgada por entidades de rating.</li></ul>

---/---

Tabla 3.6 Requisitos sobre los contenidos para la medición de la dimensión de cumplimiento de la ley  
(cont.).

Requisitos de contenidos obligatorios por Ley
<p>c) Gobierno Corporativo:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Junta General: texto íntegro de su reglamento. Convocatoria. Orden del día y propuestas del consejo. Cauces para solicitar la información, delegar el voto o votar a distancia. Información sobre las Juntas celebradas en el ejercicio en curso y el precedente.</li><li>▪ Consejo de Administración: composición del consejo y sus comisiones, los vínculos existentes de cada uno de sus miembros con los accionistas. Asimismo debe publicarse el Reglamento del Consejo y el Reglamento interno de conducta.</li><li>▪ Texto íntegro de los pactos parasociales.</li><li>▪ Texto del informe anual de gobierno corporativo</li></ul>

(Fuente: elaboración propia).

La dimensión de transparencia a través de Internet se relaciona con la información voluntaria sobre gobierno corporativo que la empresa incorpora en su página web. Cuanta más información útil disponga, mayor será el grado de transparencia informativa de la empresa (Cooke, 1989; Hossain et al, 1995; Gray et al, 1995; Botosan, 1997) y menor la asimetría de información entre directivos e inversores (Healy y Palepu, 1995,2001). Ello siempre y cuando, la información suministrada alcance niveles aceptables de fiabilidad y relevancia y no responda a estrategias tendentes a distorsionar la realidad por la que atraviesa la empresa (Fogg et al., 2002b; McKnight et al., 2002b). Cuando los inversores tienen más información de la empresa, su percepción es que la empresa es más segura y confiable y, por tanto, se pueden reducir los costes de agencia (Choi, 1974; Fishman y Hagerty, 1989; Healy y Palepu, 1993; Verrecchia, 1983) y el valor de la empresa en Bolsa puede incrementarse (Yeo y Ziebart, 1995).

Las variables desarrolladas para medir la dimensión de transparencia están basadas en los trabajos empíricos previos sobre la información que demandan los inversores sobre el gobierno de las empresas (AICPA, 1994, Botosan, 1997, Debreceny et al. 2001, Ettredge et al. 2001; Xiao et al., 2004). Las variables propuestas para medir esta dimensión se detallan en la tabla 3.7.

Tabla 3.7 Variables que miden la dimensión transparencia.

INFORMACION RELATIVA AL BUEN GOBIERNO DE LAS EMPRESAS	
A) INFORMACION RELATIVA AL CONSEJO DE ADMINISTRACION	
1	Funciones y cargos de cada consejero dentro de cada sociedad
2	Procedimientos de selección, remoción o reelección
3	Existe una referencia relativa a la responsabilidad del consejo respecto a la información
4	Participación en el capital social de los consejeros
5	CV de los miembros del consejo y de los directivos
6	Relaciones entre los consejeros y los accionistas de referencia
7	Condiciones de independencia de un consejero
8	Cualificación profesional de los consejeros independientes
9	Se hace público si algún consejero ocupa órganos de la dirección en otras sociedades
10	Retribución de los consejeros individualizada
B) ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD	
11	Operaciones de la sociedad con sus administradores y directivos
12	Operaciones de la sociedad con sus accionistas de referencia
C) OTRA INFORMACION VOLUNTARIA	
13	Informes trimestrales
14	Honorarios pagados a los auditores
15	Presentaciones hechas al mercado
16	Resumen de los informes presentados por los analistas
17	Resultados y situación financiera derivada de su cotización en otros mercados
18	Ratios financieros
19	Estructura de la organización

(Fuente: elaboración propia).

La dimensión de credibilidad hace referencia a la consistencia entre lo que se dice que se va a hacer y lo que se hace en realidad (Fogg et al., 2002a), no de forma agregada, sino individual, como por ejemplo por línea de negocio y región. La empresa que informa en Internet sobre su misión y valores y actúa en consecuencia; sus proyectos en curso, sus planes a futuro, etc. y los cumple; proporciona credibilidad a los terceros que se acercan a su web (Van Slyke et al, 2002). Las variables a medir dentro de esta dimensión son

las que se muestran en la tabla 3.8. Se ha incluido la existencia de la firma del presidente y del auditor en los informes porque dan credibilidad a la información publicada en la web, ya que la veracidad de la información es uno de los asuntos que más preocupan a los accionistas e inversores, como han puesto de relieve algunos estudios (Xiao et al, 2002)

**Tabla 3.8 Variables que miden la dimensión credibilidad.**

Información sobre misión y valores
Información sobre los proyectos en curso
Notas de prensa
Calendario con los resultados previstos
Información legal
Informe del ejercicio por región
Informe de los 2 ejercicios anteriores por región
Informe del ejercicio por línea de producto
Informe de los 2 ejercicios anteriores por línea de producto
Firma del presidente en los informes
Firma del auditor en los informes

(Fuente: elaboración propia).

La dimensión de compromiso social hace referencia a la habilidad de la empresa para gestionar los intereses de todos los grupos de interés de una forma equilibrada y comunicarlos a través de Internet. Así, la empresa deberá comunicar todas las acciones que en este campo esté realizando (Corner y Magnan, 2003). Las variables a medir dentro de esta dimensión son las que se muestran en la tabla 3.9. La dimensión de compromiso social incluye la acción social que la empresa realiza, el compromiso con la comunidad, el respeto al medioambiente y a los derechos humanos y la conciliación entre la vida familiar y laboral de sus empleados.

**Tabla 3.9 Variables que miden la dimensión compromiso social.**

Política de RSC
Código deontológico
Acción Social
Acción Medioambiental
Compromisos Públicos
Información sobre capital intelectual
Recursos Humanos
Informe de RSC

(Fuente: elaboración propia).

### **3.1.7.2 Confianza a través de la participación social electrónica**

La Junta de accionistas es el lugar donde los accionistas pueden ejercer sus derechos como propietarios. Seguidamente, se va a ir analizando paso por paso los procedimientos de la Junta de accionistas susceptibles de desarrollarse utilizando la tecnología de Internet.

#### **1. Convocatoria de Junta.**

Como se ha visto en el apartado anterior, la página web debe contener la siguiente información sobre la Junta de accionistas al menos con 30 días de antelación: orden del día y propuestas del consejo con el texto completo de las propuestas que el consejo vaya a elevar a la Junta, cauces para solicitar la información, delegar el voto o votar a distancia. Adicionalmente, se podrían adoptar otras medidas (Muñoz Paredes, 2004) como:

- a. Inclusión en el BORME electrónico de la convocatoria de Juntas.
- b. Sistema de alertas desde la página web de la sociedad indicando a un correo electrónico o mediante un mensaje SMS al móvil, los cambios que se produzcan en la página web.
- c. Permitir desde la página web de la sociedad la comunicación personal al accionista que lo desee de la convocatoria de la Junta, mediante correo electrónico.

La no publicación en la página web de la convocatoria o la publicación incompleta, supone una infracción grave que desata la responsabilidad de la empresa, de sus consejeros y de sus directivos.

## **2. Derecho del accionista a la información previa a la Junta**

El accionista puede descargarse toda la información referente a la Junta y, hasta el séptimo día previsto para la realización de la Junta, podrá solicitar todas las aclaraciones o preguntas que necesite sobre los puntos comprendidos en el orden del día. Esta solicitud de información podrá realizarse por la página web, según la Ley de transparencia, bien vía correo electrónico o formulario.

## **3. Delegación de voto**

Este medio se configura como un medio razonable de aglutinar al accionariado disperso y de devolver a los propietarios el control de la sociedad (Muñoz Paredes, 2004). La legislación permite la delegación por medios postales o por medios electrónicos, siempre que se garantice debidamente la identidad del sujeto que ejerce su derecho de voto. La admisión de la delegación y del voto electrónico es potestativa para las sociedades dependiendo de lo que establezcan sus estatutos. Por lo tanto, la sociedad debe informar en su página web sobre el sistema de delegación de voto aceptado, sobre las garantías que decida exigir respecto a la identidad, sobre la autenticidad del accionista que otorga la representación y sobre la seguridad e integridad del contenido de la comunicación a distancia (Belanger et al, 2003; Belanger y Hiller, 2005). Así, la sociedad puede requerir el uso de firma electrónica reconocida o cualquier otro sistema seguro a juicio del consejo. La identidad del accionista puede garantizarse debidamente por varios sistemas y no es imprescindible el uso de la firma electrónica. Se puede recurrir para comprobar la identidad a códigos de acceso o a la reproducción de la firma autógrafa (Muñoz Paredes, 2004).

Cualquiera que sea el canal previsto por la empresa, debe poder ser utilizado por cualquier accionista con independencia del contenido de la delegación y cumpliendo las formalidades que la ley impone para determinados supuestos. Como por ejemplo, el caso del representante que lo sea de más de tres accionistas que la ley en su artículo 107 exige que "el documento en que conste el poder debe llevar anejo el orden del día así como la solicitud de instrucciones para el ejercicio del derecho al voto y el sentido en que votará sino se le dan instrucciones".

La seguridad y privacidad de los datos en Internet se configuran como un factor necesario para la confianza en la participación a través de Internet (Hoffman, Novak, y Peralta 1999). En las interacciones se produce un intercambio de información que incluyen datos personales y que los accionistas pueden percibir como un riesgo sino existe un adecuado nivel de confianza, garantizado por medios electrónicos (Rodríguez

Adrados, 2004). Especialmente, porque hay un interés económico envuelto (Biswas y Biswas 2004).

Con la aprobación en diciembre de 2003 de la Ley de firma electrónica (Ley 59/2003), se alcanzó en España el objetivo de crear un marco jurídico específico, consolidado y estable con relación a dicha figura. En definitiva, el legislador vino a establecer los requisitos jurídicos que deben tenerse en cuenta con relación a la estructura técnica, propia o ajena, que debe articularse para que la firma electrónica produzca, de manera plena, sus efectos de minoración de costes, aumento de la seguridad jurídica, mejora de procesos organizativos y relacionales, etc.

El camino recorrido desde la aprobación de la citada norma ha dado lugar a la integración de la firma electrónica, en sentido general, en un elevado número de situaciones y relaciones, tanto en el ámbito profesional o empresarial (contratación electrónica, identificación de usuarios, Sociedad Limitada Nueva Empresa, etc.), como en el ámbito privado (administraciones públicas, banca electrónica, etc.).

Adicionalmente a este acercamiento general, cabe tomar en consideración determinados escenarios en los que, por sus características y particularidades, la utilización de la firma electrónica se rige no sólo por lo estipulado en la Ley 59/2003, sino además por normas específicas que estipulan los requisitos y efectos predicables en cada caso. Los principales escenarios que cabría señalar en este sentido habrían de ser, al menos:

- **Voto electrónico en Junta de Accionistas.** Se trata de una opción con un marco jurídico preciso, lo que, junto con el factor técnico, la convierte en una posibilidad real, hecho que se demuestra en la intención de muchas sociedades cotizadas de integrarlo en sus Juntas de accionistas desde ese mismo año.

Para ello, un requisito de base sería la reforma del reglamento de la Junta o del documento que desarrolle sus principios, ya que va a ser el instrumento donde se regule de forma detallada el uso del voto electrónico en las diferentes fases de la Junta. Se manifiesta así, la necesidad de que la adopción de sistemas de voto electrónico en dicho órgano de gobierno se articule a través de la conjunción de factores jurídicos y técnicos, que permitan responder a la casuística que pueda plantearse. Aún cuando se trata de una opción voluntaria para las sociedades cotizadas, cabe pensar que la necesidad de su asunción la otorgará el propio mercado y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, quienes, probablemente, apreciarán cierta "obsolescencia" en aquellas sociedades cotizadas que se quedan atrás o no realicen su adopción.

- **DNI electrónico.** Sin olvidar que el fin principal del DNI electrónico es su utilización en las relaciones con la e-Administración, se han establecido, desde un punto de vista tecnológico y legal, las medidas necesarias para trasladar al ámbito privado una situación que se produce ya en el entorno "físico": utilización del DNI como medio de identificación del individuo en sus relaciones jurídicas. Traslada al mundo digital, esta situación aumentaría la seguridad en la identificación de las personas que se relacionan comercialmente en dicho entorno.

En este sentido, la integración del DNI electrónico en los procesos de negocio de cualquier empresa debería realizarse bajo directrices análogas a las del propio proyecto de DNI electrónico: teniendo en cuenta los requisitos técnicos (p.e. compatibilidad con herramientas informáticas) y legales necesarios para una integración que maximice los beneficios económicos derivados, así como la generación de las regulaciones internas que permitan su utilización con plenas garantías. Aún con todo esto, es bien sabido que en el ámbito de las relaciones entre diferentes partes (privadas o públicas, negociales o no negociales), es fundamental poder contar con los argumentos e instrumentos que permitan, en caso de conflicto, acudir a la vía judicial (o responder al conflicto o reclamación planteado por otra parte en dicha vía) en orden a la defensa y protección de los propios intereses.

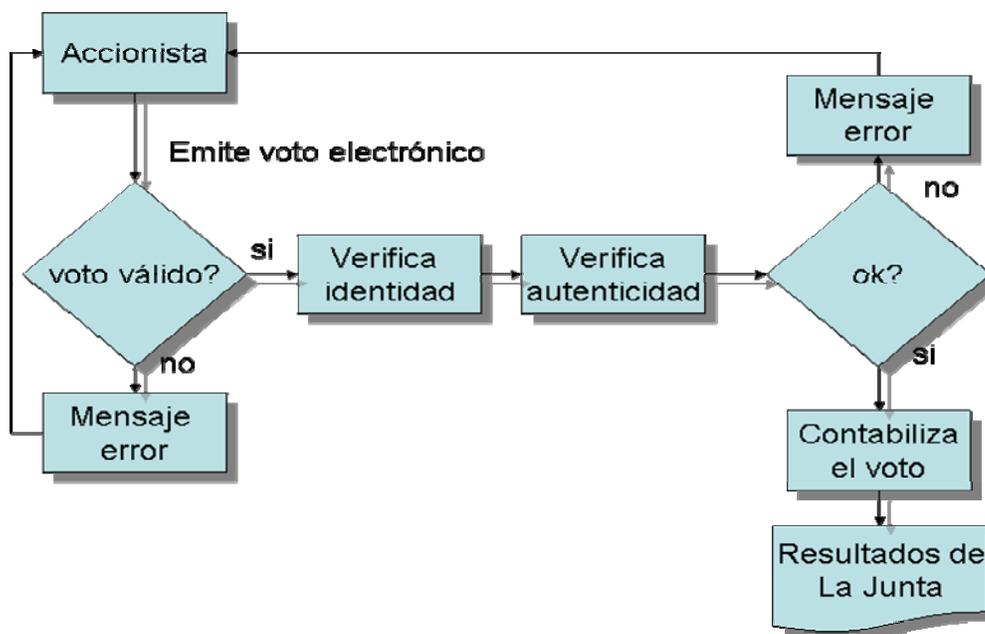
En este sentido, la firma electrónica se ha manifestado de forma reiterada, en la jurisprudencia emanada en diversos órdenes jurisdiccionales, como un instrumento óptimo para generar un medio de prueba adecuado a tal fin, con relación, por ejemplo, a identificación de las partes en entornos electrónicos, constatación de relaciones negociales y contenido de los instrumentos jurídicos de regulación de las mismas, etc. En definitiva, la generación y aportación como elemento de prueba de las denominadas "evidencias electrónicas", a través de firma electrónica, es una realidad habitual que, no obstante, requiere del oportuno análisis previo que permita garantizar que en su obtención no se vulneran derechos de las personas.

En conclusión, se puede señalar que la firma electrónica goza en España de un marco jurídico de referencia concreto y consolidado. Más aún, existen determinados escenarios (facturación electrónica, voto electrónico en Junta de accionistas, DNI electrónico) en los que la firma electrónica se ha convertido en un pilar fundamental a través del cual se realiza la integración de esta mejora tecnológica en muchos de los habituales procesos de relaciones y de negocio. En todo caso, no se debe olvidar que, aún cuando el componente tecnológico es el más voluminoso y tangible en todo proyecto de firma electrónica, si no se integran en el mismo los elementos y componentes legales necesarios, no se producirán los efectos jurídicos permitidos por la normativa vigente y queridos por las partes que intervienen en su utilización. El procedimiento legal que debe seguir un voto electrónico se muestra en la figura 3.6.

Como norma general, a un sistema de voto electrónico deben exigírsele las siguientes premisas (Muñoz Paredes, 2004):

- Autenticación. Identificación remota de los accionistas y de su acreditación mediante el uso de certificados digitales.
- Exactitud de los resultados, para que resulte imposible la invalidación de los resultados.
- Un sistema auditable.
- Secreto de los resultados intermedarios. No es posible el acceso a los resultados intermedarios del proceso de votación.
- Unicidad. Ningún votante puede votar más de una vez.
- Precisión. El sistema de votación electrónica debería registrar los votos de forma correcta.
- Verificabilidad y auditabilidad. Debería ser posible verificar que todos los votos se han contabilizado correctamente en la cuenta final y deberían existir registros de la elección auténticos, fiables y verificables.
- No coacción. Los votantes no deberían poder probar ante otros lo que han votado ya que en caso contrario se podría dar la venta de votos y la coacción.

Figura 3.6 Procedimiento voto electrónico.



(Fuente: Elaboración propia).

Además, los votantes deberán poder votar rápidamente con un equipamiento mínimo, sin necesidad de una destreza especial, y deberán poseer un conocimiento general del proceso de votación. Naturalmente existen escenarios de votación donde uno o varios de estos requisitos, no son relevantes. Un sistema de votación seguro debería satisfacer en principio cuatro propiedades básicas: 1) autenticación, 2) disponibilidad, 3) confidencialidad e 4) integridad. Cualquier esquema de voto electrónico remoto que pretenda utilizarse en las votaciones, debe poder satisfacer estas restricciones de una forma práctica. Existen requisitos adicionales deseables como la flexibilidad, movilidad y conveniencia (es decir, que la votación sólo debería requerir una sesión y precisar mínima destreza y habilidades por parte del votante).

Adicionalmente, el voto electrónico para su utilización en la Junta de accionistas, debe poseer las siguientes características:

- Controles de acceso al sistema.
- Posibilidad de efectuar el voto a distancia y registrarlo.
- Enviar un acuse de recibo firmado electrónicamente por la propia empresa.
- Proporcionar las advertencias e información que se estime oportuno.
- Mantener actualizado en todo momento el censo de votantes, punto que es difícil, ya que las empresas desconocen los datos personales de sus accionistas, debido al sistema existente en España. Son los intermediarios financieros depositantes de las acciones los que poseen esos datos.
- Almacenamiento seguro de los datos.
- Sistema de sencilla utilización para los accionistas.

Este sistema de voto electrónico se basa en la utilización de certificados digitales, tanto para la autenticación de los miembros, como para firmar electrónicamente los votos emitidos y que queden ligados a al firmante. La Ley 59/2003 de 19 de diciembre equipara jurídicamente a la firma electrónica con respecto a la firma manuscrita. Pero también hay voces críticas que se han levantado en contra, exponiendo los peligros de Internet. Los atacantes maliciosos son una amenaza importante en toda votación electrónica remota. Muchos ataques potenciales pueden alterar y destruir un voto de un accionista, sin indicación que se ha producido un ataque. La fuerza del cifrado pierde sentido cuando los virus electrónicos actúan antes de que el usuario cifre su voto. Los ataques de denegación de servicios distribuidos pueden convertir un lugar de elección, por ejemplo un portal o sitio web en algo no utilizable. Virus cada vez mas sofisticados pueden infectar las máquinas de los usuarios o del propio sistema de votación el día de las elecciones impidiendo la votación o manipulando los resultados. Cuando esto ocurre se puede perder la confianza en la tecnología de Internet.

#### 4. Participación en la Junta de accionistas

La aplicación de la tecnología de Internet a la Junta de accionistas, por la cual, no es necesaria la asistencia física del accionista para poder participar en la vida social, se pueden agrupar en tres aplicaciones:

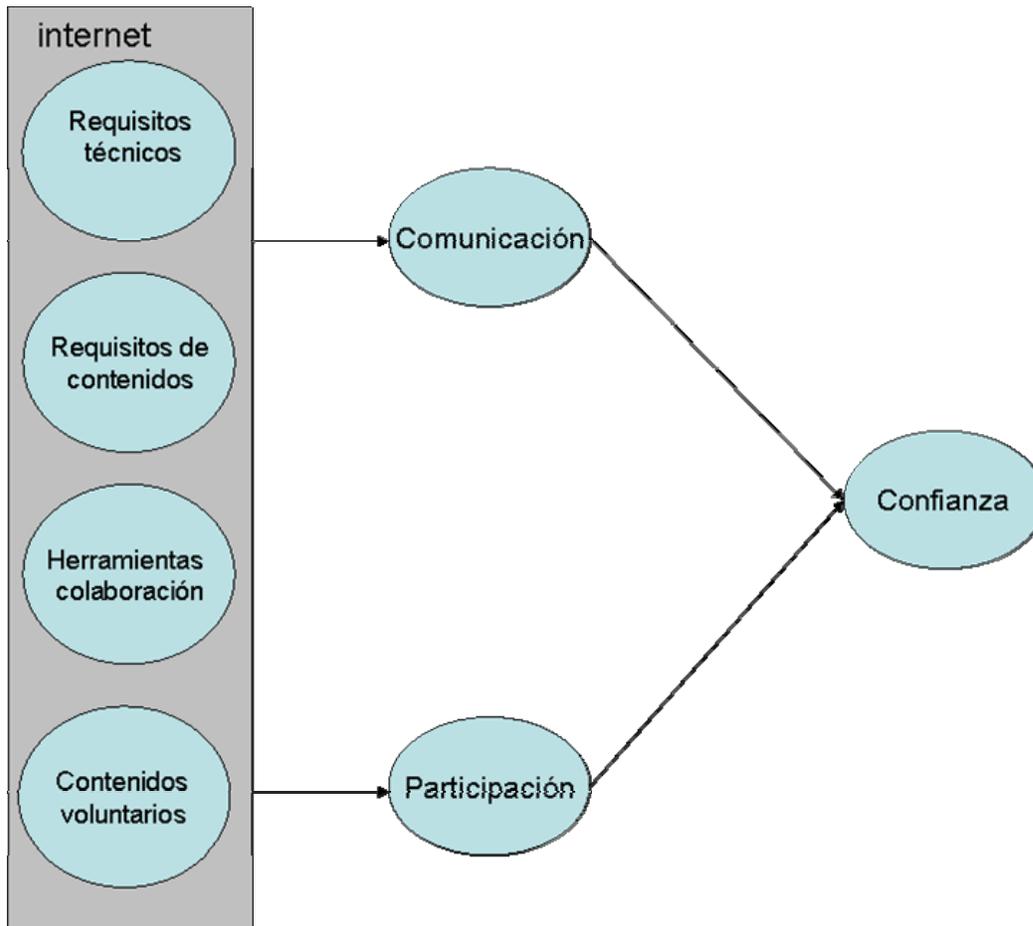
- a. Voto electrónico. Entendiendo como tal, el ejercicio del voto del accionista que no está presente físicamente en la Junta. Los votos pueden ser recogidos con anterioridad a la Junta o pueden ser emitidos de forma simultánea a la votación virtual, lo que se denomina "participación virtual" (Muñoz Paredes, 2004). Los accionistas que voten a distancia serán tenidos a efectos de constitución de la Junta como presentes. Este método puede satisfacer los intereses de los accionistas que quieran participar en las Juntas. Favorece la comunicación y el compromiso con la empresa.
- b. Participación a distancia por sedes interconectadas con la sede donde se lleva a cabo físicamente la Junta y por Internet conectados de forma virtual desde su casa, oficina u otro lugar, no controlado por la empresa.
- c. Junta virtual. Cuando todos los accionistas están conectados de forma virtual, sin reunión física. Los asistentes podrán ejercitar sus derechos de solicitar la palabra, hacer preguntas, derecho de réplica y contrarréplica.

La aplicación de estas formas de participación entrañan dificultades que hay que tener en cuenta para garantizar el éxito y la confianza de los accionistas (Muñoz Paredes, 2004):

- Se debe habilitar un sistema seguro basado en firma electrónica o similar que garantice la correcta identificación del accionista o su representante. De esta forma se evita el fraude de la suplantación de identidad por hackers, como ya ha ocurrido en la Junta de Vivendi Universal durante el año 2002.
- Cuando la participación en la Junta es virtual se deben tener en cuenta eventualidades como la incorporación tardía, el abandono de la misma una vez iniciada o las posibles desconexiones que pudieran acaecer.
- Se debe instaurar un sistema de control que evite la doble presencia.
- La sociedad debe facilitar las instrucciones de configuración y procedimientos para la utilización de los medios técnicos y contar con un servicio técnico de soporte.

En consecuencia, el uso de herramientas de Internet para la participación en la vida social de la empresa nos lleva a plantear la siguiente parte del modelo que se muestra en la figura 3.7, en la construcción de la confianza.

Figura 3.7 Incorporación de la dimensión de diálogo en la construcción de la confianza en Internet.



(Fuente: elaboración propia).

Para medir la comunicación y participación electrónica, dimensión diálogo de la confianza, se proponen una serie de variables unas basadas en estudios empíricos ya realizados (Ettredge et al, 2002a; Shankar et al, 2002; Beattie y Pratt, 2003; Bollen et al, 2006); y otras que se proponen en esta investigación. Las variables objeto del análisis se recogen en la tabla 3.10. Esta dimensión analiza como la empresa se esfuerza por “establecer un diálogo” con los grupos de interés a través de Internet por medio de medir los requisitos técnicos y funcionales que lo favorecen, las herramientas de colaboración que utiliza y los contenidos voluntarios que en este ámbito proporciona (Park et al., 2002).

Tabla 3.10 Variables de la dimensión diálogo de la confianza.

A) COMUNICACIÓN
FAQS
Links a los organismos supervisores o a las bolsas
Documentos descargables en formato procesable
Documentos descargables en formato pdf
Sistema de Búsquedas
Listas de distribución
Sistemas de alarmas (web)
Sistemas de alarmas (móvil)
Fecha última actualización
Información en mas de un idioma
El consejo informa
Ayuda en la web
Solicitud de información online

---/---

Tabla 3.10 Variables de la dimensión diálogo de la confianza.

B) PARTICIPACION
Conexión a la Junta
Voto electrónico
Videos en la web con la Junta, presentaciones de la dirección, etc...
Audios
Foros
Chats
C) ASPECTOS TECNICOS RELACIONADOS
Hiperlinks en la documentación
En cada página botón de siguiente y anterior
Rastro al pasar por cada página (bread crumb)
Dirección web relevante
Web adaptada a colectivos con discapacidad
Uso de frames (no abrir una página nueva)
Información en formato integrable XML o XBRL

(Fuente: elaboración propia).

### **3.2 Medición de la confianza en la relación entre empresa y accionistas mediante la tecnología de Internet**

Como se ha visto, el derecho desde la legislación, puede concebirse como un mecanismo de implementación de la confianza cuya eficacia viene garantizada por la presencia del Estado (Dreier, 1985). Pero no es el único, el derecho es necesario ya que la confianza tiene mucho que ver con el comportamiento futuro de las empresas y el derecho, con su capacidad de vigilancia y sanción actúa cuando la empresa no se ajusta "a derecho". Dicho de otra forma, ni la ley ni el mercado son mecanismos suficientes para regular los comportamientos organizativos (García-Marzá, 2004). Los códigos de buen gobierno ofrecen prácticas y principios básicos de conducta que garantizan y fortalecen la base de confianza entre las empresas y los inversores y facilitan el diálogo. La empresa debe utilizar un canal de comunicación universal, como Internet, para favorecer el diálogo y relacionarse con sus grupos de interés, principalmente los accionistas. Un canal donde se puedan promover acuerdos y negociaciones de la voluntad común (Putnam, 2000). La comunicación y diálogo pueden crear confianza activa mediante la apreciación de la integridad de la otra parte (Dellarocas, 2003; Bolton y Katok, 2004). La transparencia se convierte en un factor esencial donde la confianza crece proporcionalmente a la disposición de la empresa para responder ante las demandas de información sobre su comportamiento. Información, que no debe ser económico-financiero solamente, sino que debe englobar información relevante para todos los grupos con intereses legítimos.

Actuar confiadamente es actuar como si supiéramos de la otra parte más de lo que realmente sabemos (Luhmann, 1979). De ahí que implique siempre la asunción de un riesgo, porque no se tienen mecanismos de control que aseguren la respuesta esperada. Implica una apuesta sobre el comportamiento futuro de la empresa, apoyada en que se comparten ciertos intereses y en la buena voluntad de su cumplimiento. La regulación jurídica puede facilitar la relación de confianza al forzar la voluntad y estabilizar determinados resultados convirtiéndolos así, en esperables (Coleman, 1988). Pero la confianza se basa en la libertad de los individuos para tomar decisiones y actuar de acuerdo con ellas. En una relación de confianza, está implícita una alta probabilidad de que la otra parte actuará de forma beneficiosa o no perjudicial, lo que hace que se considere el comprometerse en alguna forma de cooperación (Gambetta, 1988). Los inversores se comprometen con las empresas de los que son propietarios, de una forma interesada, pero asumiendo riesgos. En tales situaciones son vulnerables y dependientes de las decisiones de las organizaciones en las que depositan su confianza (Williamson, 1993). Esta dependencia es recíproca ya que en tales contextos si el receptor de la confianza no demuestra ser digno de la misma, se le retira la confianza. Para los accionistas la pérdida de confianza supone la venta de las acciones que posee, y el no volver a establecer relaciones mutuas. Por eso, tener la reputación de ser alguien que cumple sus compromisos aumenta las perspectivas de tener ganancias en futuros acuerdos, incluso cuando la fuerza motivadora sea menor. De hecho llevar a

cabo los compromisos precisamente cuando las fuerzas motivadoras son débiles, ampliará el conjunto de oportunidades de generar confianza, ya que los socios potenciales posiblemente tengan en el futuro una confianza mayor (Shepsle, 2003).

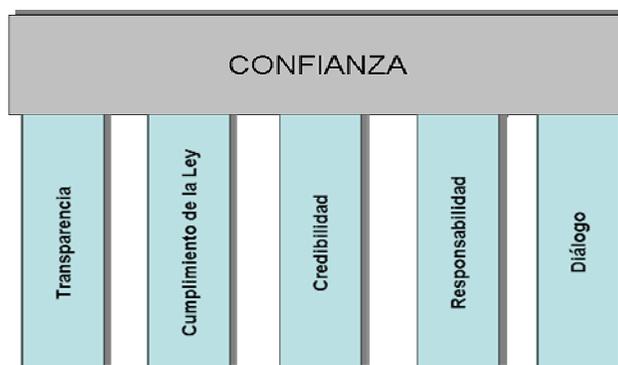
Como se ha dicho, en toda relación de confianza no sabemos con exactitud lo que va a ocurrir pero se tiene o se cree que se tiene buenas razones para esperar lo acordado moralmente (Luhmann, 1996). Esto significa que la confianza no posee sólo una dimensión psicológica, afectiva o emocional, sino también una base cognitiva. Algunos autores que han estudiado la cuestión de la confianza, sólo determinan que las bases relacionales para la confianza se basan en los valores, tradiciones y experiencias compartidas (Luhmann, 1996; Fukuyama, 1998; Warren, 1999). Nadie niega la importancia que los aspectos emocionales y las experiencias recíprocas tienen (Kramer y Tyler, 1996), pero en la confianza también existe un saber práctico que se puede aprender y transmitir. Coleman (1990 y 2001), relaciona la base racional con el concepto de interés y expectativas. Las expectativas representan posibilidades de satisfacción de los intereses en una interacción. Si se consideran legítimos, se convierten en obligaciones para la consecución de la acción y por tanto, en acciones que son razonables esperar de los demás. De esta forma dotamos a la confianza del elemento intersubjetivo que todo saber práctico requiere. El receptor de la confianza adquiere así una serie de compromisos que determinan la continuidad de la interacción. En caso contrario, si actúa de forma egoísta perdiendo la confianza depositada en él, asumirá los costes que la desconfianza genere. Coleman reduce el cumplimiento de estas obligaciones a la fiabilidad del entorno, a razones externas al individuo, puesto que las motivaciones de la acción quedan reducidas al cálculo estratégico de utilidades y como un factor más de ese cálculo, los valores y normas compartidos por la tradición. Como si el compromiso que conlleva la relación de confianza, no contara para nada.

García-Marzá (2004) propone otro método de estudio a partir de las razones que llevan a poner la confianza en una empresa. Estas se reducen a tres grupos de razones: a) expectativas generales: referidas a la experiencia y conocimiento acerca de la empresa; b) expectativas técnicas: basadas en las competencias y habilidades de las empresas y c) expectativas morales: acerca de la responsabilidad frente a los intereses de los demás. De aquí se deduce que las expectativas van más allá de la experiencia compartida e incorporan elementos evaluativos y normativos referidos a la futura posición respecto de los intereses planteados y su posible satisfacción (Quintanilla Pardo, 1997). Confiamos en una organización porque tenemos información acerca de las opciones posibles, conocemos sus habilidades y competencias y las obligaciones derivadas de la acción emprendida (Becker, 1960). Este *conocer* es un proceso de aprendizaje. Entra de esta forma, dentro de la confianza el concepto de buena voluntad entendido como lo opuesto al oportunismo. Dentro del juego recíproco de expectativas y obligaciones, presupuesto de toda relación de confianza, se encuentra la acción moral de cumplir con lo acordado, se presupone la buena voluntad de la otra parte respecto a los

intereses que tienen en común. Esta dimensión moral, está ligada a atributos morales como la integridad, honestidad, lealtad, imparcialidad y benevolencia (Mayer, et al., 1995). Como dice Cortina (1998), todas las organizaciones están en un nivel de moralidad entre la desmoralización y la plenitud moral, no hay organizaciones que estén situadas más allá del bien o del mal. Ahora bien, las organizaciones son responsables, puesto que poseen un espacio propio de libertad y pueden elegir entre ir en una dirección u otra (Cortina et al, 2003).

La organización debe instaurar unos mecanismos de comunicación que den a conocer a las personas que gobiernan la empresa (Raffournier, 1995). Como se ha dicho, la empresa se considera por los accionistas digna de confianza cuando cumple con lo acordado. Pero las empresas se encuentran gobernadas por personas, por tanto la responsabilidad de cumplir con lo acordado recae sobre las personas que gobiernan la empresa. Entre éstos y los accionistas se crean, entonces, unos contratos morales basados en la confianza. Este contrato moral esta en línea con la teoría de la agencia al considerarse éste como un contrato a largo plazo que especifica de manera amplia los términos de una relación de agencia. (García-Marzá, 2004). Esta concepción hace que la confianza se haga operativa a través de variables tales como los años que llevan los directivos trabajando en la empresa o el puesto que ocupan, el currículum de los consejeros independientes y sus criterios de selección, como dice el Código Unificado (2006). Este mismo código refuerza en gran manera el papel del consejero independiente, dada su no vinculación directa con los intereses de la dirección y por tanto con los beneficios de los pequeños accionistas. Esta información no se posee a priori, pero se puede tener (Miller y Piotroski, 2000). La confianza se mantiene, desarrolla y refuerza si los órganos de la empresa responden a esta demanda de información y posee canales de comunicación y participación de todos los grupos de interés (Spaul, 1997). Esta es la razón por la que las dimensiones descritas se convierten en pilares en los que se apoya la confianza, como se muestra en la figura 3.8

**Figura 3.8 Dimensiones de la confianza según el modelo propuesto.**



Fuente: elaboración propia.

El capital social describe los valores sociales y las expectativas que subyacen a las acciones de los grupos de interés de las organizaciones, entre otros los accionistas, y que sin embargo no pueden explicarse desde una perspectiva estrictamente económica (Coleman, 1990 y 2001, Barjargal, 2003). Desde este punto de vista, la comunicación en Internet entre empresas y accionistas forma parte del capital social de la empresa, no beneficia a una sola persona sino a todos los interesados, aunque no hayan contribuido a su creación. De lo anteriormente dicho, podemos corroborar la siguiente proposición general, ya descrita en el capítulo uno *Introducción* de esta Tesis:

- **Proposición General 1: El gobierno corporativo electrónico incrementa la confianza en la empresa.**

Las características de las empresas están muy relacionadas con la producción de la confianza. Como consecuencia, a continuación se van a exponer las variables que, basadas en la evidencia empírica (Wallace et al, 1994; Haniffa y Cooke, 2002), son más representativas de la producción de la confianza. Estas características dan lugar a nueve hipótesis objeto de estudio que confirman la proposición general. A continuación se analiza cada una de ellas:

- **H1a** Existe una relación positiva entre el tamaño de la empresa y la confianza que se genera a través de Internet.

Existen varias razones para incorporar esta variable explicativa en este estudio. En primer lugar las empresas más grandes tienen un mayor número de accionistas e inversores pendientes de su evolución, por eso necesitan ofrecer información que contribuya a la comprensión de las empresas a los agentes interesados (Marston y Polei, 2004). En segundo lugar las grandes compañías son más visibles y en consecuencia, tienen más costes políticos (Watts y Zimmermann, 1978). En tercer lugar, desde el punto de vista de la teoría de la agencia el incremento de información puede reducir los costes de agencia y las asimetrías de información y en consecuencia, incrementar la confianza en la empresa (Jensen y Merckling, 1976; Hossain et al., 1995, Oyelere et al., 2003). Como resultado las compañías tienen fuertes incentivos para intentar incrementar la confianza a través de Internet

La evidencia empírica demuestra que existe una asociación entre el tamaño de las empresas y la cantidad de información relevante que éstas están dispuestas a proveer a los inversores por diversos canales, incluido Internet (Chow, 1982; Chow y Wong-Boren, 1987; Lang y Lundholm, 1993; Mckinnon y Dalimunthe, 1993; Craven y Marston, 1999; Craven y Otsmani, 1999; Bonsón y Escobar, 2002; Debreceny et al, 2002; Ettredge et al, 2002b; Larrán y Giner, 2002; Gandía y Andrés, 2005; Bonsón y Escobar, 2006).

- **H1b** Existe una relación positiva entre el sector de la empresa y la confianza que se genera a través de Internet.

Verrecchia (1983) puso de manifiesto que los costes políticos pueden variar de un sector a otro. No obstante la evidencia empírica, aunque sugiere una relación, no parece confirmar con rotundidad la relación entre el sector y la disposición de información y mecanismos de participación a través de Internet (Amernic y Maiocco, 1981; Bazley et al., 1985; Wagenhofer, 1990; Lymer y Tallberg, 1997; Bonsón y Escobar, 2002). De acuerdo con la teoría institucional, esta hipótesis se basa en la idea que diferentes sectores pudieran tener prácticas de información particulares propias del sector y esas prácticas pudieran influir en la confianza hacia las empresas. Además, Giner (1997) concluye que cuando una empresa perteneciente a un sector no sigue las pautas de comunicación del sector, este hecho es interpretado por el mercado como una señal de malas noticias (Milgrom, 1981), lo que puede llevar a perder la confianza. En este análisis, vamos a analizar esta variable para corroborar o rechazar la relación entre el sector y la confianza que la empresa proporciona a través de Internet. Adicionalmente, se va a analizar el sector desde otra perspectiva, desde el nivel tecnológico del sector. Esto lleva a proponer la siguiente hipótesis:

- **H1c** Existe una relación positiva entre el nivel tecnológico del sector y la confianza que la empresa genera a través de Internet.

En las empresas con un elevado nivel tecnológico, los anuncios de resultados pueden no ser representativos de su evolución futura, debido a la cantidad de activos intangible difíciles de evaluar por los accionistas e inversores como: los programas de I+D, el capital intelectual y otros (Healy y Palepu, 1993; Amir y Lev, 1996). En estos casos Internet se configura como un canal que la empresa puede utilizar para proporcionar confianza mediante la disposición de información relevante sobre sus avances tecnológicos y la interacción con el entorno. Siguiendo este razonamiento se puede concluir que las industrias con alto valor tecnológico utilizarán Internet para proporcionar más confianza que las industrias con bajo nivel tecnológico.

La presencia de una empresa en mercados ajenos al nacional de referencia incentiva la producción de confianza de la empresa para reducir las asimetrías informativas que puede provocar un accionariado disperso entre distintos países (Portes y Rey, 2000). Por eso, se propone la siguiente hipótesis:

- **H1d** Existe una relación positiva entre la cotización de la empresa en mercados de capitales no nacionales y confianza por Internet.

Internet puede proporcionar de forma instantánea información a distintos mercados y reducir los costes de participación social (Sengupta, 1998). Investigaciones anteriores han mostrado una relación positiva entre la información que las empresas están dispuestas a revelar y su cotización en distintos mercados (Meek y Gray, 1989; Gray et al, 1995). En relación con lo anterior, se enuncia la siguiente hipótesis:

- **H1e** Existe una relación positiva entre la ponderación de la compañía en índices bursátiles extranjeros y la confianza que se genera a través de Internet.

Cuando una empresa cotiza en un índice extranjero principal, el nivel de exigencia para las empresas en cuando a la información que debe proporcionar al mercado, la información a los reguladores y la legislación a cumplir, es mayor (Debrecey et al., 2002). Lo que lleva a proponer que intentará desarrollar un mayor nivel de confianza utilizando la tecnología de Internet.

Según la perspectiva de la teoría de la agencia, el propósito de la auditoría es reducir los conflictos existentes entre directivos y accionistas en una empresa y limitar los comportamientos oportunistas de los directivos (Jensen y Meckling, 1976; Chow y Wong-Boren, 1992; Watts y Zimmermann, 1990).

Además, las compañías intentan proporcionar confianza y reducir los costes de agencia por medio de mostrar que siguen unos rigurosos procedimientos de auditoría, basándose en la experiencia y reputación del auditor elegido (DeAngelo, 1981; Haniffa y Cooke, 2002). Así, aquellas empresas auditadas por los denominadas “cuatro grandes” de la auditoría; PriceWaterhouseCoopers, Ernst and Young, Deloitte y KPMG; tendrán más posibilidades de ser empresas confiables, poniendo a disposición de cualquier interesado su informe de auditoría y cuentas anuales a través de Internet. Por otra parte, las cuatro grandes están interesadas en mantener su reputación como auditoras y en enviar señales al mercado sobre la calidad de sus procedimientos de auditoría, por medio de incrementar sus explicaciones y claridad en los informes que realizan a sus clientes. Si no lo hicieran así, el mercado puede interpretar que la falta o ambigüedad de la información está asociada a una baja calidad de la auditoría (DeAngelo, 1981, Xiao et al., 2004). Relacionado con esta idea, Craswell y Taylor (1992) sugieren que la elección del auditor está relacionada con que la cantidad de información que la compañía desea proporcionar a los diferentes grupos de *stakeholders*. Lo mencionado lleva a proponer la siguiente hipótesis:

- **H1f** Existe una relación positiva entre ser auditada por una sociedad de auditoría de las cuatro grandes y la confianza que se genera a través de Internet.

Adicionalmente, un informe de auditoría libre de salvedades puede proporcionar mayor confianza. Por eso en esta Tesis se va a contrarstar la siguiente hipótesis:

- **H1g** Existe una relación positiva entre la ausencia de salvedades en el informe de auditoría y la confianza que se genera a través de Internet.

El capital social de una empresa incluye todo el conjunto de factores que posibilitan una acción social sin necesidad de recurrir a presión, amenaza o castigo. Como capacidad básica de las personas, la participación tiene un valor en sí misma. No existe desarrollo de los accionistas como ser activo si no se les da la posibilidad de participar de forma activa en las decisiones que le afectan (Bachrach, 1973; Cortina, 1993). El hecho de que los accionistas tengan difícil la posibilidad de ejercer sus acciones sociales le produce apatía y desinterés. Al contrario facilitar mediante Internet la participación, permite influir y contribuir (Álvarez de Moon, 1998) en las decisiones de la empresa. Lo anteriormente formulado ha llevado a proponer la siguiente proposición general:

- **Proposición General 2: el gobierno corporativo electrónico se relaciona positivamente con la participación de la vida social de la empresa**

Y como consecuencia las siguientes hipótesis:

- **H2a:** incremento de la asistencia de en las Juntas de Accionistas.

La posibilidad de participar a través de Internet en la Junta general de accionistas, hace conveniente contrastar si, como se supone, la asistencia a la Junta se incrementa, ya que la legislación vigente los considera como asistentes físicamente.

- **H2b:** incremento del voto de los accionistas en las Juntas de accionistas por medios electrónicos.

La posibilidad de votar en la Junta por medios electrónicos presupone un incremento del voto, aunque no es posible predecir el sentido del voto, ya que eso engloba otros factores relacionados con las empresas y las decisiones a tomar que trascienden del análisis de esta investigación.

Debrecey et al (2002) argumentan que Internet puede ser particularmente efectivo en circunstancias donde la información debe ser diseminada entre una amplia audiencia. Debido al desarrollo de la tecnología de Internet, los inversores pueden comprar y vender acciones, no sólo de las empresas de sus mercados nacionales, sino de todo el mundo. Puesto que la propiedad de las grandes empresas se distribuye entre un gran número de inversores, Internet se ha convertido en el canal más eficaz y eficiente de proporcionar confianza a los pequeños accionistas. El análisis empírico realizado por Ashbaugh et al, (1999) ha encontrado

una relación positiva entre la calidad de la información proporcionada por las empresas en Internet y su capitalización. Lo que nos lleva a enunciar la siguiente proposición:

- **Proposición general 3: La confianza de la empresa a través de Internet se relaciona con su capitalización.**

Berle y Means (1932) ponen énfasis en que el hecho de que se asegure la exactitud y continuidad del flujo de información al mercado (full disclosure), se pasa de la confianza en los sistemas de control internos a la afirmación que el sistema entero depende del buen funcionamiento de los mercados de capital. Como se ha mostrado, el uso de tecnología para dar a conocer al mercado todos los sucesos relativos a la empresa conforma nuevas situaciones en lo que tiene que ver con la vida social (Pressman, 2001). La visibilidad de la empresa puede entenderse como la frecuencia e intensidad con la que aparecen noticias relacionadas con una empresa. Si una empresa es considerada como de alta visibilidad, los directivos estarán más dispuestos a revelar información (Skinner, 1994). Aquellas empresas que proporcionan más información, son seguidas por un mayor número de analistas financieros (Botosan, 2000), obteniendo una recomendación positiva aquellas que proporcionan mayor confianza. Los accionistas se benefician de este seguimiento y a la vez, esto les proporciona más confianza. Los estudios empíricos realizados demuestran como Internet se está convirtiendo en la principal herramienta de trabajo de los analistas financieros (Beattie y Pratt, 2003), lo que puede llevar a concluir que confían en la información que las empresas proporcionan mediante este canal. Esto lleva a que se halla propuesto que:

- **Proposición general 4: las empresas con mayor visibilidad proporcionan mayor confianza en Internet.**

Sus hipótesis de estudio derivadas son las siguientes:

- **H4a:** existe una relación positiva entre la visibilidad de la empresa y la confianza proporcionada a través de Internet en la empresa.
- **H4b:** existe una relación positiva entre las recomendaciones positivas de los analistas la confianza proporcionada a través de Internet en la empresa.

### 3.3 Enfoque integrado: Propuesta del modelo e hipótesis de análisis

Como se ha puesto de manifiesto, la evidencia empírica ha constatado la valoración positiva que el mercado realiza para aquellas empresas que aplican las mejores prácticas de buen gobierno. En consecuencia, aplicar de forma rápida, ordenada y veraz, la asunción de prácticas de buen gobierno puede mejorar la imagen y aportar confianza a las decisiones que toman las empresas.

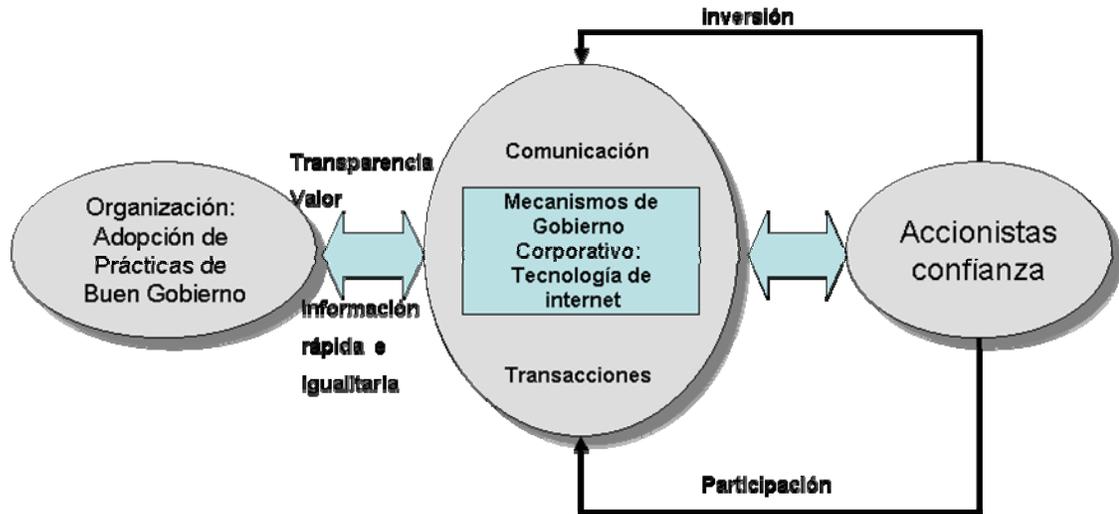
Los códigos de buen gobierno permiten incrementar la transparencia y el valor del accionista mediante la adopción de esas buenas prácticas. Esta es una condición necesaria pero no suficiente para que se incremente la confianza. La confianza se produce cuando se cumple la expectativa que cada parte va a actuar de forma beneficiosa para la otra parte (Gambetta, 1988). Es fundamental tener un nivel de confianza para toda transacción de mercado entre organizaciones y agentes (Etzioni, 1988). Si esto se produce de forma repetitiva a lo largo del tiempo se produce un compromiso implícito o explícito entre las partes (Powell, 1990), con la oportunidad de asumir incrementos de riesgos y cooperación (Good, 1988, Lorenz, 1988). Kramer y Tyler (1996), conciben la confianza como una función de las dimensiones que configuran la confianza (Baron y Kenny 1986), que en este estudio sería:

$$\text{Confianza} = f(\text{Legalidad}, \text{Trasparencia}, \text{Credibilidad}, \text{Compromiso Social}, \text{Diálogo})$$

La tecnología de Internet actúa como dinamizadora de la confianza facilitando la relación recíproca, dando a conocer las características de la empresa de forma que los agentes puedan familiarizarse con ella y con sus prácticas (Gulati, 1995a).

Por tanto uniendo la teoría de agencia y la teoría de los costes de transacción, la adopción de las prácticas de buen gobierno y el enfoque de confianza, los resultados que se obtienen son mayores niveles de confianza, lo que incrementa la participación e inversión por parte de los principales en el gobierno de la empresa, convirtiéndose en una herramienta eficaz para activar la apatía de los accionistas (ver figura 3.9).

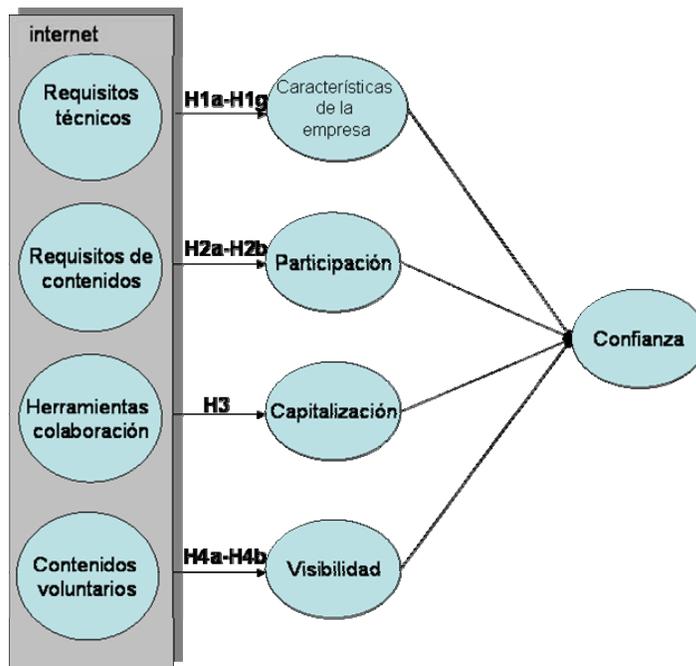
Figura 3.9 Relación entre los códigos de buen gobierno y la confianza de los accionistas.



(Fuente: elaboración propia).

A continuación se resumen todas las hipótesis propuestas en la Tesis relacionándolas con el modelo de análisis (ver figura 3.10).

Figura 3.10 Modelización de las proposiciones propuestas.



(Fuente: elaboración propia).

Para su estudio, se resumen las hipótesis propuestas para cada proposición con su signo correspondiente:

- Características de la empresa

Propuesta de análisis proposición general 1	Signo esperado Hipótesis
Tamaño	+(H1a)
Sector	+(H1b)
Nivel tecnológico	+(H1c)
Cotización en mercados de capitales no nacionales	+(H1d)
Cotización en índices extranjeros	+(H1e)
Auditada por los cuatro grandes	+(H1f)
Informe de auditoría sin salvedades	+(H1g)

- Participación

Propuesta de análisis proposición general 2	Signo esperado Hipótesis
Incremento de la asistencia	+(H2.a)
Incremento del voto	+(H2.b)

- Capitalización:

Propuesta de proposición general 3	Signo esperado Hipótesis
Relación entre la capitalización y la confianza	+(H3)

- Visibilidad

Propuesta de análisis proposición general 4	Signo esperado Hipótesis
Visibilidad de la empresa	+(H4a)
Recomendaciones positivas	+(H4b)

La cuantificación de la confianza es una variable que presenta importantes problemas en cuanto su definición y medición. No obstante, la revisión de la literatura nos permite identificar algunas formas de medir la confianza en la empresa a través de Internet (Sterne, 2002), aunque la mayoría de los análisis empíricos (ver tabla 3.11) están relacionados principalmente con la dimensión de transparencia. Los trabajos más relevantes analizados son: A) Deller et al, (1999); B) Pirchegger y Wagenhofer (1999); C) Debreceny et al, (2002); D) Marston y Poley (2002); E) Ettredge et al, (2002a); F) Xiao et al, (2004); G) Gandia y Andrés (2005) y H) Bonsón y Escobar (2006). El resto de trabajos realizados son de menor relevancia y alcance; ya que toman como base estos estudios y analizan menos indicadores de los que estos estudios proponen.

Tabla 3.11 Indicadores utilizados para la medición de la confianza a través de Internet utilizados en los principales trabajos empíricos.

Indicador	Trabajo empírico donde se encuentra
Informe trimestral del ejercicio	E, F, G, H
Informes trimestrales de los pasados 2 años	F, G, H
Informe semestral del ejercicio	A, B, D, F, G
Informe semestral de los pasados 2 años	F, H
Informe anual del ejercicio	C, D, E, F, G, H
Informe anual de los pasados 2 años	D, F, G, H
Resumen del informe anual del ejercicio	E, F, H
Resumen del informe anual de los pasados 2 años	F, H
Firma del presidente en el informe	F
Informe de auditoria del ejercicio	B, C, D, E, F
Informe de auditoria de los 2 ejercicios anteriores	B, F, G, H
Firma del auditor en el ejercicio	F
Firma del auditor en los ejercicios anteriores	F
Balance del ejercicio	A, B, C, D, E, F, H

---/---

Tabla 3.11 Indicadores utilizados para la medición de la confianza a través de Internet utilizados en los principales trabajos empíricos (cont.).

Indicador	Trabajo empírico donde se encuentra
Balance de los 2 ejercicios anteriores	B, F, H
Cuenta de explotación del ejercicio	A, B, C, D, E, F, H
Cuenta de explotación de los 2 ejercicios anteriores	B, F, H
Informe de cash flow del ejercicio	A, B, C, D, E, F, H
Informe de cash flow de los 2 ejercicios anteriores	B, F, H
Explicaciones de los estados financieros del ejercicio	A, B, C, D, E, F, H
Explicaciones de los estados financieros de los 2 ejercicios anteriores	B, F, H
Informe de gestión del ejercicio	B, C, D, F
Modificaciones o datos adicionales del informe anual	B, F
Informe del ejercicio por línea de negocio	C, F, H
Informe de los 2 ejercicios anteriores por línea de negocio	H
Informe del ejercicio por región	F
Informe de los 2 ejercicios anteriores por región	F
Los 10 mayores accionistas	D, F

---/---

Tabla 3.11 Indicadores utilizados para la medición de la confianza a través de Internet utilizados en los principales trabajos empíricos (cont.).

Indicador	Trabajo empírico donde se encuentra
Ratios Financieros	A, B, C, D, F
Resumen de datos financieros de periodos anteriores (+2años)	C, D, H
Acuerdos adoptados en la Junta de Accionistas de años anteriores	F, G
Acuerdos adoptados por el consejo de administración en años anteriores	F
Acuerdos adoptados en años anteriores por los comités del consejo	F
Presentación de resultados durante años anteriores	F
Cuentas anuales basadas en NICs	C, F
Cambios en la estructura de capital en el ejercicio	D, F, G, H
Estatutos sociales	F, G, H
Acuerdos adoptados en la última Junta de Accionistas	F, G
Acuerdos adoptados por el consejo de administración en el ejercicio	F
Presentación de resultados durante el ejercicio	F, G, H
Cotizaciones históricas	D, E, F
Cotización de la acción respecto al índice nacional de referencia	D, F

---/---

Tabla 3.11 Indicadores utilizados para la medición de la confianza a través de Internet utilizados en los principales trabajos empíricos (cont.).

Indicador	Trabajo empírico donde se encuentra
Ventas de los principales productos	F
Cuota de mercado de sus productos	F
Presupuesto de ventas	C, F
Noticias sobre la empresa	A, B, C, D, E, F, H
Cotización actual de la acción de la empresa	A, B, C, D, E, F, H
Calendario financiero para los inversores	A, D, E, F, H
Última información relevante sobre la empresa	B, C, D, F, H
Datos operativos del último mes	D, F
Canales de comunicación para los accionistas	A, B, C, D, F, H
Distintos tipos de acciones	H
Web en idiomas adicionales al nacional	B, D, H
Contestación a preguntas frecuentes	A, D, E, F, H
Responsabilidad de la información publicada	F
Enlace a la página de la Bolsa nacional	E, F

---/---

Tabla 3.11 Indicadores utilizados para la medición de la confianza a través de Internet utilizados en los principales trabajos empíricos (cont.).

Indicador	Trabajo empírico donde se encuentra
Información disponible en texto	C, D, F
Hyperenlaces dentro del informe anual	A, B, C, D, F
Datos financieros en formato procesable	A, D, F, H
Informe anual en formato pdf	A, C, D, F, H
Informe anual en formato html	D, F
Chats	F
Imágenes de la empresa	C, D, F
Presentación en formato Flash	D, F
Presentaciones en audio	D, F
Presentaciones en video	B, D, F
Mapa del sitio web	B, C, D, F, H
Ayuda del sitio web	C, D, F
Menú del web desplegable	B, D, F
Menú de navegación por clic	D, F

---/---

Tabla 3.11 Indicadores utilizados para la medición de la confianza a través de Internet utilizados en los principales trabajos empíricos (cont.).

Indicador	Trabajo empírico donde se encuentra
Buscador	A, B, C, D, F, H
Navegación secuencial (botón hacia adelante-atrás)	D, F
Enlace en la página web principal a accionistas e inversores	B, C, D, F, H
Solicitud de información online para los accionistas e inversores	B, C, D, F
Lista de envió de información	A, B, D, F, H
Avisos	F
Contacto con el responsable de la web	F, H
Uso de marcos en la web (no abrir nueva página)	B, C, D, F
Fecha de última actualización	H
Diferentes mercados donde cotiza la empresa	H
Información de dividendos	H
Información de la dirección y el consejo de administración (identificación y cv)	G, H
Información de medio ambiente	G, H

--/---

Tabla 3.11 Indicadores utilizados para la medición de la confianza a través de Internet utilizados en los principales trabajos empíricos (cont.).

Indicador	Trabajo empírico donde se encuentra
Información de capital intelectual	H
Información de la estrategia corporativa	G, H
Información sobre responsabilidad social corporativa	G, H
Enlace a los organismos supervisores	G, H

(Fuente: elaboración propia a partir de Xiao et al, 2004).

## **Capítulo 4 Diseño de la investigación**

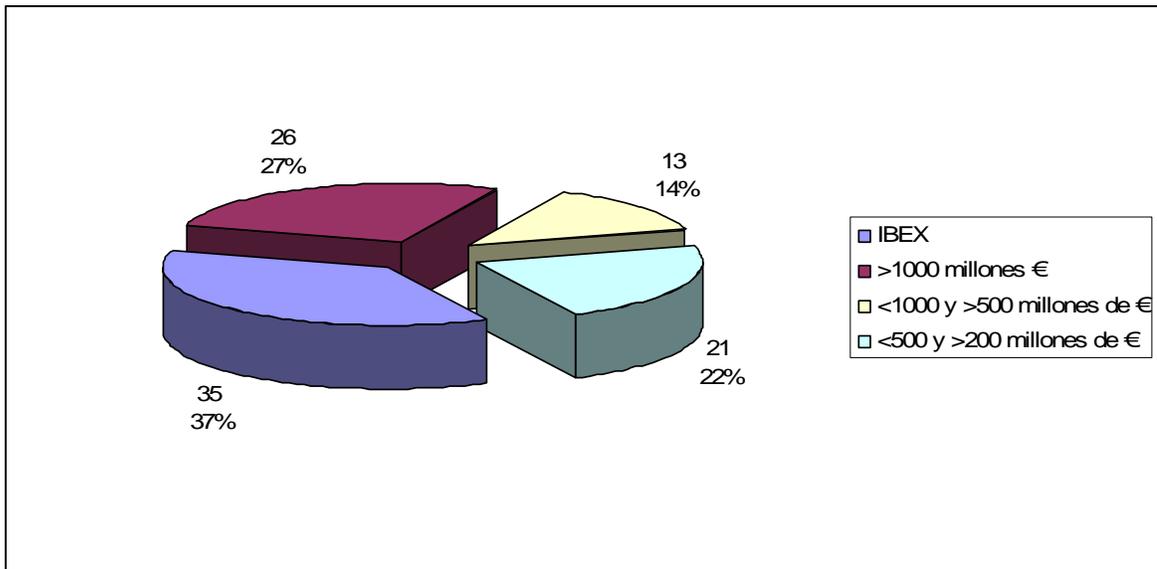
## **4.1 El universo de observación y la muestra seleccionada**

Los problemas existentes entre las sociedades y sus accionistas no se producen en las sociedades cerradas con un número de accionistas reducido, todos los cuales se conocen y están unidos por vínculos familiares o de confianza más o menos estrechos, sino en las sociedades abiertas o cotizadas donde existe un número elevado de accionistas con diferentes inversiones e intereses, y donde las nuevas tecnologías pueden atenuar el efecto de la apatía del accionista. En las sociedades cotizadas es donde los medios tecnológicos de participación pueden hacer que el ejercicio de los derechos políticos del accionista dejen de resultar una carga antieconómica para los pequeños accionistas. Por eso vamos a centrar el análisis empírico en el desarrollo e incremento de la confianza en los accionistas a partir de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno y del uso de la tecnología (Belanger y Hiller, 2005). A partir del 2003 es obligatorio para las empresas cotizadas tener una página web donde informar a los inversores y accionistas de los datos que el legislador ha considerado importantes para los terceros. Las empresas han materializado este mandato a lo largo del 2004.

El universo que nos van a permitir contrastar las hipótesis planteadas en el primer capítulo de esta investigación son las empresas que cotizan en el mercado continuo en España. De este universo se ha seleccionado una población compuesta por las empresas que tienen una capitalización mayor de 200 millones de euros. Se han considerado las empresas existentes en el mercado continuo, durante el periodo estudiado. Esto significa que no se han introducido en la muestra las empresas de nueva incorporación al mercado durante el periodo de tiempo de estudio, debido a que una empresa de nueva incorporación, no tiene porque cumplir con algunos de los requisitos y entonces, se incorporaría un sesgo en la medición.

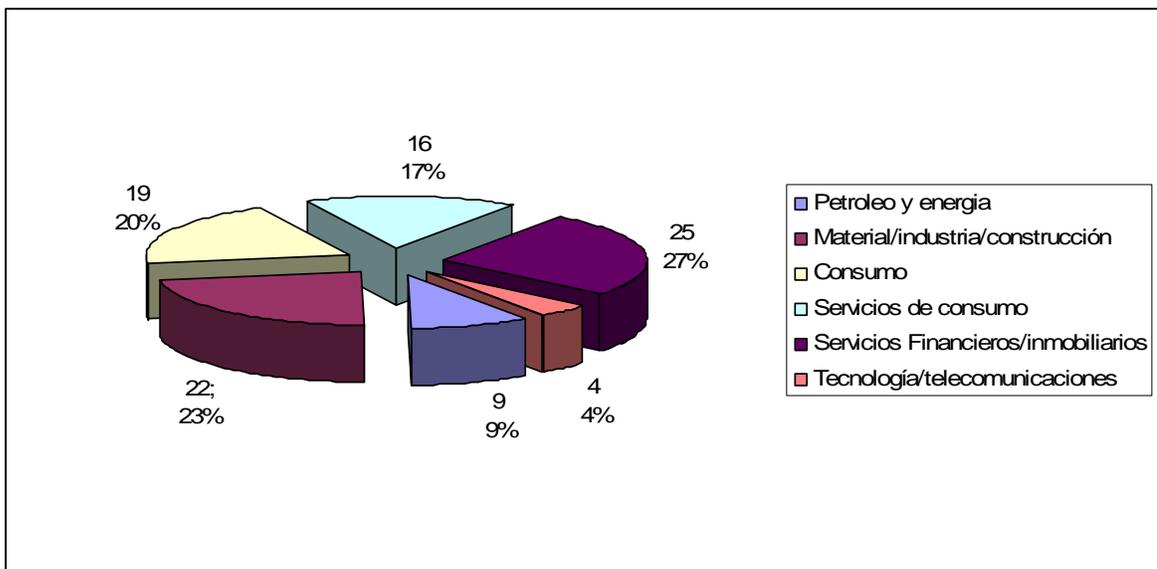
Igualmente, tampoco se han incorporado a la muestra las empresas que al comenzar el periodo se encontraban en el mercado pero posteriormente lo han abandonado, con independencia de sus causas. En la muestra final objeto del estudio, finalmente, hay 95 empresas. Para su clasificación por sector se ha seguido la clasificación realiza por la Bolsa de Madrid en el año 2005. A continuación se recoge la muestra según su distribución por según su capitalización (figura 4.1) y sector (figura 4.2).

Figura 4.1 Distribución de la muestra por capitalización.



Fuente: elaboración a partir de [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

Figura 4.2 Distribución de la muestra por sector.



(Fuente: elaboración a partir de [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)).

## 4.2 Las fuentes de información

Las fuentes de información a las que pueden acudir los investigadores se clasifican en primarias y secundarias. Las fuentes de información primaria son aquellas que permiten obtener información expresa para el estudio que se desea realizar. En cambio, las fuentes de información secundaria son aquellas que se crean con una finalidad distinta a la del problema objeto de análisis, pero que pueden proporcionar información útil para la investigación.

En esta investigación salvo algún dato concreto o aclaración adicional que necesitemos recabar de la empresa, en concreto del departamento de relación con los inversores, la información se obtendrá de fuentes secundarias. Las fuentes de datos utilizadas son:

- Las páginas web de las empresas objeto de la muestra. Para encontrar las páginas web de las empresas se ha seguido el método “www. nombre de la empresa. identificador del país” o “www. nombre de la empresa. com”. En los casos que no ha sido posible encontrar la página web siguiendo este método, se ha buscado mediante un buscador global o accediendo a la base de datos de empresas cotizadas del organismo regulador.
- La página web y la oficina de estudios del organismo regulador ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)).
- Las páginas web de las Bolsas de Madrid, Barcelona y Bilbao; así como las oficinas de estudios de dichas Bolsas,
- El motor de búsqueda Google/News y Yahoo/News para noticias sobre las empresas.
- Los portales web especializados en información financiera: [www.invertia.com](http://www.invertia.com), [www.basefinanciera.com](http://www.basefinanciera.com) y [www.finanzas.com](http://www.finanzas.com).

Para información adicional o confirmar información sobre la página web, se ha contactado por teléfono o vía correo electrónico con la empresa. En concreto, se ha contactado con la oficina del accionista.

## 4.3 Metodología de investigación

De acuerdo con Mintzberg (1979), en la ciencia de las organizaciones cada vez resulta más adecuado a la adopción de una estrategia directa de investigación. Esta estrategia supone medir la realidad en términos organizativos e integrar los resultados de la medición en distintas categorías de análisis. Desde un punto de vista general, la estrategia directa de investigación presenta las siguientes características:

- Tan descriptiva como sea posible.
- Basada en metodologías simples.
- Tan inductiva como sea posible.
- Naturaleza sistemática.
- Medición en términos organizativos reales.
- Investigación intensiva.
- Integración de distintos elementos en tipos ideales puros.

Resulta indudable la situación de mutua colaboración y complementariedad de los enfoques cuantitativos y cualitativos en la investigación social (Moran, 1986). Por eso, en esta investigación se van a utilizar ambas metodologías.

### 4.3.1 Elección de la metodología cualitativa

En toda investigación científica el objeto de estudio tiene claras repercusiones metodológicas. Parece evidente que el objeto de la investigación da forma al enfoque metodológico, a la vez que éste último condiciona la realidad que se examina (Holstein y Gubrium, 1995).

La idoneidad de la investigación cualitativa como vía de análisis depende de la naturaleza del fenómeno explorado (Moran, 1986). Dado que en los aspectos intangibles de las organizaciones el uso de las técnicas cuantitativas puede no ser suficientemente concluyente en sus resultados, en este trabajo se ha optado, como se ha señalado en combinar varios métodos, adoptando la técnica del panel de expertos (Delphi) como técnica cualitativa. Esta técnica es frecuente en la ciencia económica (Fernández Nogales, 2000).

Denzin y Lincom (1994) realiza una clasificación de los métodos propios de la investigación cualitativa (ver tabla 4.1):

**Tabla 4.1 Métodos propios de la investigación cualitativa.**

Métodos	Finalidad
Observación	Esencial para entender la cultura
Análisis de textos, documentos y páginas web	Esencial para entender las categorías particulares
Entrevistas	Preguntas abiertas o cerradas
Grabaciones y transcripciones	Análisis de la construcción del discurso

(Fuente: elaboración a partir de Denzin y Lincom, 1994).

La investigación cualitativa asume que la realidad se construye socialmente y tiene como referente teórico fundamental la descripción de la realidad social desde el punto de vista de los miembros de la organización (Bonache, 1999). Cohen (1988) aconseja la utilización de este tipo de técnicas cuando las cuestiones sobre las que se buscan datos son de respuesta compleja, como la confianza. Otros autores apelan a la idea de la flexibilidad de la metodología cualitativa, que permite apreciar una pluralidad de significados expresados por distintas personas. Szymanski et al., (1997) señala también que esta mayor flexibilidad permite ser independiente respecto a las teorías ya asentadas, favoreciendo la aparición de teorías nuevas.

En este análisis se van a utilizar, principalmente, los tres primeros métodos: la observación, el análisis de textos, documentos y páginas web y entrevistas abiertas, en función de la información que necesitemos de cada empresa. A estos métodos se va a añadir el análisis cuantitativo para realizar el contraste de las hipótesis propuestas.

### 4.3.2 Elección de la metodología cuantitativa

La evaluación de la confianza ofrecida por la empresa puede ser evaluada utilizando algún tipo de índice (Marston y Sirves, 1991).

Para elaborar el índice, el primer paso es identificar las variables subrogadas que medirán la confianza (Brennan y Tamarowski, 2000; Corner y Magnan, 2003). El segundo paso es determinar los valores que las variables que miden la confianza van a tomar. La identificación de las variables que comprende el índice han seguido un proceso de estudio para determinar que aspectos o características de la información son lo suficientemente relevantes para proporcionar confianza a los accionistas e inversores, de acuerdo a los estudios empíricos ya realizados en este ámbito.

Una vez recogida la información de las páginas web necesaria para el análisis, se procedió a la codificación y grabación de los datos en el editor de datos de SPSS (versión 13.0). Para la prueba de homocedasticidad se ha utilizado el software de análisis econométrico eviews (versión 6.0). Para evitar confusiones, a cada empresa se le ha proporcionado un código de identificación y se han etiquetado las variables con unas denominaciones que permitan fácilmente saber de que variables se trata.

Sobre los datos recogidos, se ha realizado un análisis estadístico descriptivo. Para comprobar la validez del modelo se han calculado las correlaciones con el coeficiente de Spearman para las variables dicotómicas y el coeficiente de Pearson, para las variables numéricas.

A continuación, se verifica en qué medida las variables cumplen los supuestos estadísticos de normalidad, homocedasticidad, multicolinealidad y linealidad. Finalmente, contrastamos las hipótesis del modelo teórico planteado, siendo la regresión lineal la técnica de análisis empleada.

En la tabla 4.2, a modo de resumen, aparece la ficha técnica del estudio en la que destacamos los aspectos más relevantes del diseño de la investigación empírica.

Tabla 4.2 Ficha técnica del estudio empírico.

<b>Población objetivo</b>	Empresas que han cotizado en el mercado continuo en el periodo 2004-2006 de capitalización superior a 200 millones de €.
<b>Ámbito geográfico</b>	España.

---/---

Tabla 4.2 Ficha técnica del estudio empírico.

Unidad de análisis	La empresa cotizada con capitalización mayor a 200 millones de €.	
Tamaño de la muestra	95 empresas que han cotizado en el mercado continuo en el periodo 2004-2006 de capitalización superior a 200 millones de €.	
Método de obtención de la información	<p>Recogida de información de la página web.</p> <p>Entrevistas con los responsables de la oficina del accionista.</p>	
Tasa de información	100%	
Tratamiento de la información	<p>Programa informático</p> <p>Construcción de las escalas</p> <p>Validez</p> <p>Normalidad</p> <p>Homocedasticidad</p> <p>Colinealidad</p> <p>Linealidad</p> <p>Contraste de hipótesis</p> <p>Análisis de posicionamiento</p>	<p>SPSS v.13 para windows</p> <p>Suma de variables dicotómicas</p> <p>Correlaciones: Spearman y Pearson</p> <p>Simetría, curtos, Shapiro-Wilks y Kolmorov-Smirnov</p> <p>Test de contraste de White y Chi-cuadrado</p> <p>Tolerancia y VIF</p> <p>Gráficos de dispersión</p> <p>Regresión lineal</p> <p>Análisis de correspondencias</p>

(Fuente: elaboración propia).

## **4.4 Requisitos de validez científica de la metodología**

Con la finalidad de garantizar la validez científica de la investigación propuesta llevada a cabo, se han observado los requisitos metodológicos precisos referidos a la validez interna y externa, la validez de los constructos y la fiabilidad.

### **4.4.1 Validez interna**

La validez interna de la investigación está garantizada mediante el uso de medidas múltiples e independientes. Los datos que se van a contrastar son datos primarios, obtenidos directamente de las entrevistas a los responsables de las oficinas de accionistas, los datos cuantitativos obtenidos y procesados y los datos de fuentes secundarias como las páginas web de las empresas, información de los reguladores y prensa económica diaria. Se lleva a cabo un emparejamiento de patrones, mediante la comparación del patrón obtenido empíricamente con aquel derivado de las predicciones teóricas.

### **4.4.2 Validez externa**

La validez externa hace referencia a la posibilidad de generalizar los resultados de la investigación. En este caso al utilizar una metodología, tanto cuantitativa como cualitativa, los resultados obtenidos son susceptibles de generalización. La metodología cualitativa proporciona un conocimiento significativo del mundo social y una generalización teórica (Bonache, 1999). Mientras que, en la metodología cuantitativa proporciona la generalización estadística. La forma de maximizar esta validez es utilizar muestras estadísticamente representativas de la población objetivo, como se hace en esta investigación.

### **4.4.3 Validez de los constructos**

El examen de validez de los constructos está referido a las categorías creadas mediante la interpretación de la información obtenida. Concretamente, este examen verifica si se están analizando todas las variables representativas del fenómeno estudiado y si se está midiendo de forma efectiva.

#### **4.4.4 Fiabilidad**

Para garantizar la fiabilidad de la metodología, Yin (1989) recomienda el establecimiento de un protocolo de investigación. En este caso se ha establecido nítidamente una serie de etapas para la recopilación de datos de las diversas fuentes y su tratamiento posterior.

## 4.5 Construcción y cálculo del índice de confianza

El nivel de confianza del gobierno de la empresa a través de Internet se ha evaluado, no sólo desde el ámbito normativo, sino desde el punto de vista estratégico al evaluar en profundidad los contenidos y aspectos técnicos de las páginas web de las empresas seleccionadas (Bhattacharjee, 2002). Se ha construido un índice de confianza que consta de 95 indicadores del nivel de confianza; unos desarrollados explícitamente para esta investigación y otros a partir de los análisis realizados por Deller et al, (1999); Pirchegger y Wagenhofer (1999); Debreceeny et al, (2002); Marston y Poley (2002); Ettredge et al, (2002a); Xiao et al, (2004); Gandia y Andrés (2005) y Bonsón y Escobar (2006).

### 4.5.1 Construcción del índice de confianza simple

De los 95 indicadores construidos (ver tabla 4.3), 31, indicadores V1 a V31, se corresponden con la legalidad vigente en España en la Ley de transparencia. Los 19 indicadores, variables V32 a V50, se corresponden con información voluntaria que la empresa publica respecto al gobierno corporativo de la empresa. Los 11 indicadores, variables V51 a V61, se corresponden con la dimensión de credibilidad, por los cuales la empresa informa sobre los objetivos de la empresa y cómo está actuando para su consecución. Los 8 indicadores, variables V62 a V69, informan sobre las actividades de la empresa respecto a responsabilidad social. Los 26 indicadores, variables V70 a V95, miden cómo es la comunicación y participación con la empresa y engloban tanto funcionalidades de interacción, como aspectos técnicos dirigidos a facilitar la comunicación entre empresa y terceros (Bagozzi y Phillips, 1991).

Tabla 4.3 Indicadores del índice de confianza.

<b>DIMENSION DE LEGALIDAD (Cumplimiento de lo que dice la ley)</b>	
A) REQUISITOS DE CONTENIDOS	
A) Información legal sobre la sociedad	
V1	Estatutos sociales
V2	Capital social y acciones actuales con sus clases, cuadro de evolución, mercados en los que cotiza, calendario de abono de dividendos, emisiones y OPVs.

---/---

Tabla 4.3 Indicadores del índice de confianza (cont).

V3	Datos de participaciones significativas y autocartera.
V4	OPAs
V5	Hechos relevantes, el texto íntegro comunicado a la CNMV.
V6	Agenda del inversor con las fechas más relevantes para el accionista respecto a la sociedad.
V7	Las direcciones físicas y electrónicas o números de teléfono a disposición del accionista para comunicarse con la sociedad.
B) Información económica-fiscal	
V8	Cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría, del último ejercicio cerrado.
V9	Cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría, de los dos ejercicios precedentes.
V10	La información pública periódica que la empresa debe remitir a la CNMV
V11	La calificación otorgada por entidades de rating
C) Gobierno Corporativo	
C.1) Junta General	
V12	Junta General: texto íntegro de su reglamento
V13	Convocatoria.
V14	Orden del día y propuestas del consejo
V15	Cauces para solicitar la información, delegar el voto o votar a distancia
V16	Acuerdos sobre las Juntas celebradas en el ejercicio en curso y el precedente.

---/---

Tabla 4.3 Indicadores del índice de confianza (cont).

C.2) Consejo de administración

- V17 Composición del consejo y sus comisiones
- V18 Los vínculos existentes de cada uno de sus miembros con los accionistas
- V19 Reglamento del Consejo
- V20 Reglamento de conducta del consejo
- V21 Texto íntegro de los pactos parasociales.
- V22 Texto del informe anual de gobierno corporativo

B) REQUISITOS TECNICOS

- V23 Página web con nombre de dominio registrado
- V24 Vínculo directo desde la página inicial de la empresa con la denominación "información para accionistas e inversores".
- V25 La visualización no debe requerir más de tres pulsaciones de ratón desde la página principal
- V26 La página debe contener un mapa web
- V27 Acceso gratuito a los contenidos
- V28 Acceso libre
- V29 Información en castellano
- V30 Impresión de todas las páginas
- V31 La información se puede presentar de forma directa o mediante enlaces a las BD

---/---

Tabla 4.3 Indicadores del índice de confianza (cont).

**DIMENSION DE TRANSPARENCIA (INFORMACIÓN VOLUNTARIA)**

**A) INFORMACION RELATIVA AL CONSEJO DE ADMINISTRACION**

- V32 Funciones y cargos de cada consejero dentro de cada sociedad
- V33 Procedimientos de selección, remoción o reelección
- V34 Existe una referencia relativa a la responsabilidad del Consejo respecto a la información que se emite a los mercados
- V35 Participación en el capital social de los consejeros
- V36 CV de los miembros del consejo y de los directivos
- V37 Relaciones entre los consejeros y los accionistas de referencia
- V38 Condiciones de independencia de un consejero
- V39 Cualificación profesional de los consejeros independientes
- V40 Se hace público si algún consejero independiente ocupa órganos de la dirección en otras sociedades
- V41 Retribución de los consejeros individualizada

**B) ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD**

- V42 Operaciones de la sociedad con sus administradores y directivos
- V43 Operaciones de la sociedad con sus accionistas de referencia

---/---

Tabla 4.3 Indicadores del índice de confianza (cont).

C) OTRA INFORMACION VOLUNTARIA

- V44 Informes trimestrales
- V45 Honorarios pagados a los auditores
- V46 Presentaciones hechas al mercado
- V47 Resumen de los informes presentados por los analistas
- V48 Resultados y situación financiera derivada de su cotización en otros mercados
- V49 Ratios financieros
- V50 Estructura de la organización

**DIMENSION DE CREDIBILIDAD**

- V51 Información sobre Misión y valores
- V52 Información sobre los proyectos en curso
- V53 Notas de prensa
- V54 Calendario con los resultados previstos
- V55 Información legal
- V56 Informe del ejercicio por región
- V57 Informe de los 2 ejercicios anteriores por región
- V58 Informe del ejercicio por línea de producto
- V59 Informe de los 2 ejercicios anteriores por línea de producto
- V60 Firma del presidente en los informes

---/---

Tabla 4.3 Indicadores del índice de confianza (cont).

V61 Firma del auditor en los informes

**DIMENSION COMPROMISO SOCIAL**

V62 Política de RSC

V63 Código deontológico

V64 Acción Social

V65 Acción Medioambiental

V66 Compromisos Públicos

V67 Información sobre capital intelectual

V68 Recursos Humanos

V69 Informe de RSC

**DIMENSION DIALOGO**

**A) COMUNICACIÓN**

V70 FAQs

V71 Links a los organismos supervisores o a las Bolsas

V72 Documentos descargables en formato procesable

V73 Documentos descargables en formato pdf

V74 Sistema de Búsquedas

V75 Listas de distribución

V76 Sistemas de alarmas (web)

---/---

Tabla 4.3 Indicadores del índice de confianza (cont).

V77	Sistemas de alarmas (móvil)
V78	Fecha última actualización
V79	Información en mas de un idioma
V80	El consejo informa
V81	Ayuda en la web
V82	Solicitud de información online
B) PARTICIPACION	
V83	Conexión a la Junta
V84	Voto electrónico
V85	Videos en la web con la Junta, presentaciones de la dirección, etc...
86	Audios
V87	Foros
V88	Chats
C) ASPECTOS TECNICOS RELACIONADOS	
V89	Hiperlinks en la documentación
V90	En cada página botón de siguiente y anterior
V91	Rastro (bread crumb)
V92	Dirección web relevante
V93	Web adaptada a colectivos con discapacidad

---/---

Tabla 4.3 Indicadores del índice de confianza (cont).

V94	Uso de frames (no abrir una página nueva)
V95	Información en formato integrable XML o XBRL

(Fuente: elaboración propia).

Se ha visitado la página web de cada empresa para verificar la presencia de cada uno de los 95 indicadores. Cada uno de los indicadores son variables dicotómicas que toman un valor 1 si está presente en la web y un valor 0 si no aparece, tal como se ha utilizado en análisis anteriores (Pirchegger et al., 1999, Ettredge et al., 2001; Larrán y Giner, 2002; Xiao et al, 2004)

Dado que el índice construido consta de cinco dimensiones objeto de estudio, en primer lugar se han calculado los valores de cada dimensión para, posteriormente, proceder a su agregación y obtener el índice total (Bagozzi y Youjae, 1988; Gandía y Andrés, 2005). El valor de cada dimensión es el cociente entre la suma de los puntos obtenidos respecto a los puntos totales que podía haber obtenido la empresa si hubiera cumplido el valor máximo. El índice parcial por dimensión se obtiene del siguiente modo:

$$I^P = \sum \text{dimensiónConfianza}$$

El índice total se calcula de la siguiente forma:

$$I^T = \sum_{i=1}^n I_i^P$$

donde:

$I^T$  = valor del índice total.

$I_i^P$  = valor del índice parcial en base a los subpartados del índice total.

Si alguna de las empresas no tiene web tendrá un valor 0 en el índice de confianza; si cumple todos los indicadores el valor máximo a obtener es 95 (Giner, 1997).

## 4.5.2 Construcción del índice de confianza ponderado

Estudios anteriores muestran, que los inversores valoran de forma significativa el uso dentro de la página web de las funcionalidades que les permiten interactuar con la empresa o los datos que ésta proporciona como el uso de varios formatos (pdf, hoja de cálculo o XML) o de herramientas de participación como voto electrónico, chats, foros y los videos de las presentaciones de resultados (Beattie y Prartt, 2003). Como consecuencia algunos trabajos presentan las dimensiones de *Diálogo y Transparencia*, valoradas el doble que la dimensión *Legalidad*, ya que ésta representa la condición de partida que la empresa debe cumplir para que se pueda confiar en ella. (Bollen et al, 2006). Las dimensiones de *Credibilidad y Compromiso Social*, se valoran por los inversores de forma más moderada por eso se les asigna un peso de 1,5 superior a la dimensión básica (Bollen et al, 2006). Entonces la función de confianza se mediría de la siguiente forma:

$$\text{Confianza} = \text{Legalidad} \pm 2\text{Transparencia} \pm 1,5\text{Credibilidad} \pm 1,5\text{CompromisoSocial} \pm 2\text{Diálogo}$$

Para averiguar en el caso español cómo valoran los analistas de empresas cada una de las dimensiones para construir la confianza, se ha realizado un análisis delphi (Dawson, 2000).

## 4.5.3 Análisis Delphi para ponderar las dimensiones del índice de confianza

El método delphi consiste en la selección de un grupo de expertos a los que se les pregunta su opinión sobre cuestiones referidas a acontecimientos del futuro. Las estimaciones de los expertos se realizan en sucesivas rondas, anónimas, al objeto de tratar de conseguir consenso, pero con la máxima autonomía por parte de los participantes. Por lo tanto, la capacidad de predicción del delphi se basa en la utilización sistemática de un juicio intuitivo emitido por el grupo de expertos (Godet, 1996; Landeta, 1999).

El objetivo del análisis delphi que se ha realizado, es que el panel de expertos seleccionado, expertos en análisis de empresas, valore cada una de las dimensiones del índice de confianza por Internet, de acuerdo a aquella información que le proporcione mayor confianza para su trabajo.

La dimensión de Legalidad, analiza el cumplimiento por parte de la empresa de la ley. En concreto mide el cumplimiento de la Ley de transparencia en cuanto a los contenidos y requerimientos técnicos obligatorios que las empresas cotizadas deben cumplir. Por eso, se entiende que el peso en el índice de la dimensión Legalidad es 1, ya que las empresas deben cumplir la ley, no es algo voluntario. Lo que se desea conseguir al preguntar al panel de expertos, es saber si el resto de dimensiones tiene la misma importancia o una importancia superior a la legalidad.

La encuesta aporta información sobre un doble objetivo: 1) la valoración de cada una de las dimensiones que componen en índice y 2) nivel de importancia que tiene para proporcionar confianza la información y funcionalidad que proporciona cada una de ellas.

Para la realización de la consulta a expertos mediante la metodología delphi, se han cumplido las siguientes características:

- a) Anonimato: ningún experto conoce la respuesta individualizada de los otros participantes.
- b) Estimaciones numéricas: las preguntas de la encuesta requieren una respuesta numérica.
- c) Retroacción: En cada estimación los expertos conocen la respuesta numérica del grupo de la etapa precedente. Como respuesta del grupo se toma la mediana y como medida de dispersión el recorrido intercuartílico.

Todos los expertos efectúan dos rondas de cuestionarios. El perfil de experto que se ha seleccionado para este panel es de analista financiero con más de 10 años de experiencia.

La primera ronda se contacta con los expertos a través de correo electrónico o vía telefónica. Una vez recogidos los datos de la primera estimación, se remite de nuevo la información con la valoración media por pregunta obtenida de la primera ronda, la valoración propia y una columna vacía para que reafirmen o corrijan su valoración inicial. En el anexo cuatro se recogen el primer correo electrónico, el segundo correo electrónico, el cuestionario y el panel de expertos seleccionado.

Los resultados obtenidos se recogen en la tabla 4.4. Como se puede observar, existen diferencias respecto a la valoración recibida en estudios anteriores (Bollen et al, 2006). Los expertos valoran con la puntuación máxima (2), la información sobre la estrategia de la empresa y los proyectos en los que va a intervenir. Además, opinan que Internet es el canal más adecuado para que esta información esté disponible y proporcionar confianza. Al contrario de lo esperado, la responsabilidad social no se configura, a juicio de los expertos, como una dimensión importante para proporcionar confianza.

Tabla 4.4 Resultados obtenidos del análisis delphi.

Dimensión	Valoración obtenida en el panel de expertos
Legalidad	1, es decir, el valor de partida.
Transparencia	1,5, es decir, un 50% más que el valor de partida
Credibilidad	2,0 es decir, el doble del valor de partida
Compromiso social	1,0 es decir, el valor de partida
Dialogo	1,5, es decir, un 50% más que el valor de partida

(Fuente: elaboración propia).

De acuerdo a los resultados obtenidos, el índice total ponderado se calcula de la siguiente forma:

$$I^T = \sum_{i=1}^n I_i^P \times P_i^T$$

donde:

$I^T$  = valor del índice total.

$I_i^P$  = valor del índice parcial en base a los subapartados del índice total.

$P_i^T$  = ponderación dada a cada uno de los subapartados del índice

## 4.6 Variables explicativas

Para medir si se ha incrementado la confianza en la empresa y en qué tipo de empresas, a través de las prácticas del gobierno corporativo electrónico, se llevará a cabo un análisis de multivariante (Cohen y Cohen, 1975) estimado con los datos disponibles. En este análisis la variable dependiente es la valoración del índice y las variables independientes, las variables analizadas en los contrastes (ver tabla 4.5).

Las variables dependientes utilizadas son las variables resultantes de las medidas proporcionadas por el índice de confianza. Las variables principales son la variable VALORACION\_TOTAL e INDICE\_TOTAL\_POND. VALORACION\_TOTAL representa la puntuación total obtenida por la empresa, una medida que toma valores de 0 a 95. INDICE\_TOTAL\_POND mide la confianza que proporciona la empresa ponderada por dimensión. Las diez variables restantes miden cada una de las dimensiones sin ponderar: TOTAL\_LEGALIDAD, TOTAL\_TRANSPARENCIA, TOTAL\_CREDIBILIDAD, TOTAL\_COMPROMISOSOCIAL y TOTAL\_DIALOGO y ponderadas: TOTAL\_LEGALIDAD\_POND, TOTAL\_TRANSPARENCIA\_POND, TOTAL\_CREDIBILIDAD\_POND, TOT\_COMPROMISOSOCIAL\_POND y TOTAL\_DIALOGO\_POND (Debreceeny, 2002; Xiao et al, 2004).

La variable WEB es una variable dicotómica mide si la empresa tiene web o no. En el caso de que la empresa no tenga web o la web no tenga una apartado de información para accionistas e inversores el valor del índice de confianza es 0.

Las variables independientes, que se recogen en la tabla 4.6, son las que dan respuesta a las hipótesis planteadas. Entre las variables independientes, se incluye la variable TAMAÑO. Esta variable puede ser cuantificada por diversas medidas. En este caso se va a utilizar la cifra de activo total de las compañías al cierre del ejercicio. Se usará el valor del logaritmo neperiano de este valor.

Otra variable independiente es SECTOR; para la clasificación sectorial dado el carácter de empresas cotizadas que tiene la muestra, se va a utilizar la clasificación actual existente en la Bolsa de Madrid. La nueva clasificación del año 2005. Dicha clasificación agrupa en seis sectores genéricos a todas las empresas: 1) petróleo y energía; 2) materiales, industria y construcción; 3) bienes de consumo; 4) servicios de consumo; 5) servicios financieros e inmobiliarios y 6) tecnología y telecomunicaciones. Se crean 6 variables dicotómicas (SECTOR\_1 a SECTOR\_6), una por cada sector genérico, que toma valor 1 si la empresa pertenece al sector y 0 en caso contrario.

La variable NIVEL \_ TECNOLÓGICO es una variable ternaria que toma valor 0 (N\_TEC0) para las empresas de bajo nivel tecnológico; valor 1 (N\_TEC1) para las empresas de nivel tecnológico medio y valor 2

(N\_TEC2), para las empresas de nivel tecnológico alto. Esta clasificación sigue el modelo propuesto por la OECD (1999), donde las industrias clasificadas como de bajo nivel tecnológico son las de comercio, la industria inmobiliaria y la industria del ocio, debido al empleo de tecnología básica. Las empresas clasificadas como de nivel tecnológico medio son las industrias que utilizan tecnologías avanzadas pero estables, como las ingenierías, las empresas de construcción y las industrias de fabricación. Las empresas consideradas de alto nivel tecnológico son las empresas de telecomunicaciones, informática, electrónica y la industria farmacéutica.

La variable COTIZACION es una variable dicotómica que toma valor 1 si la empresa cotiza en mercados no nacionales y 0 en caso contrario. La variable INDICE toma valor 1 si cotiza en alguno de los índices internacionales y 0 en caso contrario. Los índices que se toman en referencia son: EUROSTOXX, Dow Jones, FTSE EURTOP u otros similares.

La variable AUDITOR es una variable dicotómica que toma valor 1 si fue auditada por una de las cuatro grandes empresas de auditoría y 0 en caso contrario. Igualmente, la variable SALVEDAD es una variable dicotómica que toma valor 0 si el informe no tuvo salvedades y 1 en el caso contrario.

La variable ACCIONISTAS es una variable subrogada que se mide con el porcentaje del capital flotante de cada empresa al final del ejercicio. El valor se toma de los informes emitidos por la CNMV sobre distribución de la propiedad de las empresas cotizadas.

La variable ASISTENCIA toma el valor en porcentaje de capital de asistencia a la Junta general de accionistas del ejercicio. Los datos se toman de los informes realizados por la CMNV sobre el gobierno corporativo de las empresas cotizadas y de las páginas web de las propias empresas.

La variable VOTOELECTRÓNICO mide si ha habido voto electrónico en las empresas o no. Es una variable numérica que indica el número de votos electrónico habido en la Junta. Si la empresa no dispone de esta modalidad de voto el valor es 0. El dato se ha tomado de la página web de la empresa y de las entrevistas realizadas a las oficinas del accionista.

La variable CAPITALIZACION es una variable subrogada que toma el valor de capitalización de la empresa al final de cada ejercicio. Se utilizará el logaritmo neperiano de este valor de acuerdo con su utilización en otros estudios (Ettredge et al., 2002a); Debreceny et al., 2002). Este dato se ha sacado de la página web de la Bolsa de Madrid.

La variable TOT\_NOTICIA es una subrogada de la visibilidad y se analiza el número de noticias que sobre la empresa se han publicado en Internet en las noticias indexadas de los motores de búsqueda.

La variable TOT\_ANALISTA es una variable subrogada del seguimiento de los analistas realizado sobre las empresas anualmente. Se mide el número de recomendaciones positivas que para cada empresa se realizaron por los analistas en los principales portales financieros.

**Tabla 4.5 Variables dependientes.**

Variable	Descripción
<i>Variables dependientes</i>	
VALORACION_TOTAL	Valoración total del índice. Toma valores entre 0 y 95.
TOTAL_LEGALIDAD	Valoración de la dimensión legalidad. Valores entre 0 y 31.
TOTAL_TRANSPARENCIA	Valoración de la dimensión transparencia. Valores entre 0 y 18.
TOTAL_CREDIBILIDAD	Valoración de la dimensión credibilidad. Valores entre 0 y 11.
TOTAL_COMPROMISOSOCIAL	Valoración de la dimensión compromiso. Valores entre 0 y 8.
TOTAL_DIALOGO	Valoración de la dimensión diálogo. Valores entre 0 y 26.
ÍNDICE _ TOTAL _POND	Valor del índice de confianza ponderado.
TOTAL_LEGALIDAD_POND	Valoración ponderada de la dimensión legalidad.
TOTAL_TRANSPARENCIA_POND	Valoración ponderada de la dimensión transparencia.
TOTAL_CREDIBILIDAD_POND	Valoración ponderada de la dimensión credibilidad.
TOT_COMPROMISOSOCIAL_POND	Valoración ponderada de la dimensión compromiso social.
TOTAL_DIALOGO_POND	Valoración ponderada de la dimensión diálogo.
WEB	Variable dicotómica que toma valor 1 si la web existe y 0 si no existe.

(Fuente: elaboración propia).

**Tabla 4.6 Variables independientes.**

Variable	Descripción
TAMAÑO	Logaritmo neperiano de la cifra de activo total de la empresa al cierre.
SECTOR (SECTOR_1 a 6)	Variable dicotómica que toma valor 1 si la empresa es del sector o 0.
NIVEL _ TECNOLÓGICO	Variable ternaria que toma valores entre 0 y 2.
COTIZACION	Variable dicotómica que toma valor 1 o 0.
INDICE	Variable dicotómica que toma valor 1 o 0.
AUDITOR	Variable dicotómica que toma valor 1 o 0.
SALVEDAD	Variable dicotómica que toma valor 1 o 0
ACCIONISTAS	% de capital flotante.
ASISTENCIA	% asistencia a la Junta general de accionistas.
VOTOELECTRÓNICO	Valor numérico del número de votos electrónicos emitidos en cada Junta.
CAPITALIZACION	Logaritmo neperiano de la capitalización de la empresa.
TOT_NOTICIA	Número de noticias indexadas en los principales buscadores de noticias anualmente.
TOT_ANALISTA	Número de recomendaciones positivas realizadas por los analistas en los portales financieros anualmente.

(Fuente: elaboración propia).

## **Capítulo 5 Resultados de la investigación**

## 5.1 Análisis estadístico

Una vez realizados los análisis de adecuación de las escalas de medida, la explicación de la construcción del índice y su medición, como paso previo al contraste del modelo específico, se examina las variables y se analizan estadísticamente.

En la tabla 5.1 se desglosa en detalle el número de empresas que cumplen el indicador, es decir que toman valor 1, en el índice de confianza y el porcentaje que representan sobre el total de la muestra.

**Tabla 5.1 Medición individual del cumplimiento de los indicadores del índice de confianza.**

Indicador	Nº de empresas que cumplen el indicador	% de empresas que cumplen el indicador del total de la muestra	Indicador	Nº de empresas que cumplen el indicador	% de empresas que cumplen el indicador del total de la muestra
LEGALIDAD			V11	50	52,6
V1	93	97,9	V12	91	95,8
V2	94	98,9	V13	87	91,6
V3	93	97,9	V14	87	91,6
V4	62	65,3	V15	85	89,5
V5	90	94,7	V16	87	91,6
V6	90	94,7	V17	93	97,9
V7	93	97,9	V18	78	82,1
V8	94	98,9	V19	90	94,7
V9	95	100	V20	85	89,5
V10	95	100	V21	67	70,5

---/---

Tabla 5.1 Medición individual del cumplimiento de los indicadores del índice de confianza (cont.).

Indicador	Nº de empresas que cumplen el indicador	% de empresas que cumplen el indicador del total de la muestra	Indicador	Nº de empresas que cumplen el indicador	% de empresas que cumplen el indicador del total de la muestra
V22	93	97,9	TRANSPARENCIA		
V23	94	98,9	V32	76	80
V24	92	96,8	V33	80	84,2
V25	94	98,9	V34	23	24,2
V26	82	86,3	V35	84	88,4
V27	92	96,8	V36	17	17,9
V28	95	100	V37	81	85,3
V29	95	100	V38	44	46,3
V30	49	51,6	V39	29	30,5
V31	95	100	V40	43	45,3
			V41	14	14,7

---/---

Tabla 5.1 Medición individual del cumplimiento de los indicadores del índice de confianza (cont.).

Indicador	Nº de empresas que cumplen el indicador	% de empresas que cumplen el indicador del total de la muestra	Indicador	Nº de empresas que cumplen el indicador	% de empresas que cumplen el indicador del total de la muestra
V42	83	87,4	CREDIBILIDAD		
V43	83	87,4	V51	30	31,6
V44	90	94,7	V52	65	68,4
V45	14	14,7	V53	81	85,3
V46	63	66,3	V54	48	50,5
V47	32	33,7	V55	67	70,5
V48	19	20	V56	21	22,5
V49	37	38,9	V57	20	21,1
V50	47	49,5	V58	42	44,2
			V59	41	43,2
			V60	54	56,8
			V61	82	86,3

---/---

Tabla 5.1 Medición individual del cumplimiento de los indicadores del índice de confianza (cont.).

Indicador	Nº de empresas que cumplen el indicador	% de empresas que cumplen el indicador del total de la muestra	Indicador	Nº de empresas que cumplen el indicador	% de empresas que cumplen el indicador del total de la muestra
COMPROMISO			V72	18	18,9
SOCIAL			V73	89	93,7
V62	41	43,2	V74	41	43,2
V63	18	18,9	V75	26	27,4
V64	43	45,3	V76	40	42,1
V65	44	46,3	V77	2	2,1
V66	43	45,3	V78	11	11,6
V67	3	3,2	V79	71	74,7
V68	39	41,1	V80	0	0
V69	50	52,6	V81	9	9,5
DIALOGO			V82	34	35,8
V70	13	13,7	V83	31	32,6
V71	59	62,1	V84	32	33,7
			V85	18	18,9

---/---

Tabla 5.1 Medición individual del cumplimiento de los indicadores del índice de confianza (cont.).

Indicador	Nº de empresas que cumplen el indicador	% de empresas que cumplen el indicador del total de la muestra	Indicador	Nº de empresas que cumplen el indicador	% de empresas que cumplen el indicador del total de la muestra
V86	8	8,4	V91	37	38,4
V87	1	1,1	V92	76	80
V88	0	0	V93	18	18,9
V89	12	12,6	V94	76	80
V90	7	7,4	V95	9	9,5

(Fuente: elaboración propia.)

La tabla 5.2 muestra una descripción de las variables dependientes mediante el cálculo del valor máximo, mínimo, la media la desviación típica, mediana y la moda.

Los mejores resultados se corresponden, como era de esperar, con la dimensión de legalidad que representa el cumplimiento por parte de las empresas de la Ley de Transparencia. En esta dimensión, como muestra la tabla 5.1, hay 5 indicadores que los cumplen el 100% de las empresas objeto de la muestra. En realidad la evidencia demuestra que la totalidad de las empresas proporcionan la información obligatoria por ley. Sólo que no todas las empresas la proporcionan directamente a través de la web, si no a través de otros documentos como el informe anual o el informe de gobierno corporativo. En el análisis sólo se ha valorado de forma positiva (con un 1) cuando la empresa pone a disposición la información directamente en la web. Los tres indicadores peor valorados en esta dimensión son los indicadores V11, V30 y V4 por este orden, con el cumplimiento por parte de 49, 50 y 62 empresas respectivamente. En cuanto a la media (tabla 5.2) se puede observar que es muy alta con un valor de 28, muy cerca del máximo valor 31 y su  $\sigma = 3,173$  muestra una baja dispersión de los datos.

En el caso del indicador V11 mide la calificación dada a la empresa por entidades de rating, en el caso de V30 la posibilidad de impresión de todas las páginas y V4 las ofertas públicas de acciones que lanza la empresa (OPAs). El incumplimiento del indicador V11, según la oficina del accionista de las propias empresas, es debido a que la empresa no ha encargado a ninguna empresa de rating la calificación. En estos casos, aunque la ley no lo aclara, el espíritu de la ley indica que la empresa debe seguir teniendo esa información en la página web. Para cumplir adecuadamente con este indicador es suficiente con una aclaración en la página web del tipo de la información proporcionada por teléfono “la empresa no ha encargado la calificación a ninguna empresa de rating”.

En el caso del indicador V30 se ha valorado positivamente los casos en los que en cada página se indicaba, bien con un enlace escrito con la palabra “imprimir” bien con un icono gráfico, ya que significa que página será preparada para su impresión. Aunque la posibilidad de imprimir una página web siempre existe, puesto que es una función del propio navegador que utiliza el inversor. Pero la calidad de impresión es inferior que si el contenido se prepara con anterioridad específicamente para su impresión.

El indicador V4, sólo se cumple en el caso de que la empresa haya realizado alguna OPA, o bien si informa en la web que no ha puesto en marcha ninguna. De igual forma, cuando se ha preguntado directamente en la oficina del accionista de las empresas que omiten esta información en la web, se ha comunicado que “la empresa no ha llevado a cabo ninguna OPA”.

**Tabla 5.2 Estadísticas descriptivas.**

Variable	N	Máximo	Mínimo	Media	Mediana	Moda	Desv.Típica
VALORACION_TOTAL	95	79	33	55	54	55	9,362
TOTAL_LEGALIDAD	95	31	19	28	29	28	2,453
TOTAL_TRANSPARENCIA	95	18	2	10	10	8	3,173
TOTAL_CREDIBILIDAD	95	11	1	6	6	6	2,166
TOTAL_COMPROMISOSOCIAL	95	7	0	3	2	0	2,621
TOTAL_DIALOGO	95	17	2	8	7	7	2,830

(Fuente: elaboración propia.)

También se ha observado que, aunque el total de la muestra tiene un enlace directo de información para accionistas e inversores en su web, no todas las empresas usan la nomenclatura que establece la Ley de transparencia. Algunas empresas utilizan enlaces con nomenclaturas como "información legal" o simplemente "información para accionistas", omitiendo a los inversores.

Analizando la dimensión de transparencia, se observa que al menos una empresa cumple el 100% de los 18 indicadores objeto de análisis, ya que el valor máximo como indica la tabla 5.2 es 18. Los indicadores que menos cumplen las empresas son el V36, V41 y V45, con 17, 14 y 14 empresas que cumplen el indicador por este orden respectivamente. Estos indicadores miden algunos aspectos sobre el gobierno de la empresa.

El indicador V36 mide la disposición en la web del currículo vitae de los miembros del consejo y los directivos. Los accionistas valoran conocer la trayectoria profesional de los consejeros y directivos de la empresa, y les proporciona confianza el saber los conocimientos y experiencia que éstos poseen para dirigir la empresa. Por eso, aunque la mayoría de los códigos del consejo de administración de las empresas asegura en su articulado que *"el nombramiento habrá de recaer en personas que, además de cumplir los requisitos legales y estatutarios que el cargo exige, gocen de reconocida solvencia y posean los conocimientos, prestigio y experiencia profesionales adecuados al ejercicio de sus funciones"*, la realidad, según el análisis realizado, muestra que pocas empresas están dispuestas a dar a conocer las competencias profesionales de sus órganos de dirección.

El indicador V41 mide si la empresa da a conocer la retribución individualizada de los consejeros. Al igual que en el caso anterior, este hecho ayuda a los accionistas a confiar en el trabajo que están llevando a cabo los órganos de gobierno por la retribución que reciben a cambio. El estudio de esta información demuestra que las empresas no parecen muy dispuestas a proporcionar esta información, ya que sólo el 14,7% de las empresas desglosa cada uno de los conceptos retributivos de forma individualizada para cada miembro del consejo. Lo mismo ocurre con el indicador V45 retribución de los auditores, sólo el 14% de las empresas detalla la retribución de los auditores.

La dimensión de credibilidad se cumple por las empresas en un porcentaje mayor que la de transparencia, es decir, las empresas están más dispuestas a proporcionar información detallada sobre sus negocios, que sobre las personas que están en sus órganos de dirección.

De hecho, el análisis detallado de cada indicador muestra que los indicadores que menos cumplen las empresas son el V56 y V57 informe de los dos ejercicios anteriores por región/mercado. Esto puede ser debido a que, no todas las empresas que cotizan en Bolsa están divisionadas, y por tanto, no pueden proporcionar este dato. En cuando al indicador V60 firma del presidente en los informes, se ha valorado positivamente en los casos en los que el presidente firmaba la carta dirigida a los accionistas en el informe

anual, comprometiéndose personalmente con los datos publicados y con los planes futuros de la empresa. Este indicador muestra un cumplimiento del 56,8% de la muestra.

En el caso de la dimensión de compromiso social, la cual consta de 8 indicadores, no hay ninguna empresa que cumpla el 100% de esta dimensión. El análisis muestra que la media de cumplimiento es muy baja (3) y la moda es 0. Las actuaciones de las empresas en este ámbito están aún poco desarrolladas.

La dimensión dialogo tiene un cumplimiento desigual por parte de las empresas, como indican los valores máximo (17) y mínimo (2). Así, el detalle de cada indicador muestra que mientras algunos indicadores tienen un cumplimiento elevado como los indicadores V73 y V92, de un 93,7% y un 80% respectivamente. Otros indicadores tienen un valor 0, es decir, ninguna empresa ha puesto en marcha en la web esa utilidad para proporcionar confianza.

La valoración total del índice distribuida por empresas (ver en la tabla 5.3), muestra que el rango de valores del índice de confianza va de 33 puntos a 79 puntos, la media de puntos es de 55 concentrándose el 61% de la muestra en el rango de 45 a 60 puntos de valoración total del índice como muestra el gráfico de tallo y hojas (ver tabla 5.4).

**Tabla 5.3 Distribución de puntos del índice de confianza y empresas de la muestra.**

Índice de confianza	Nº de empresas	Índice de confianza	Nº de empresas
33	1	57	2
35	1	58	2
38	1	59	3
42	1	61	2
43	1	63	4
44	5	64	2
45	1	65	2
46	6	66	1

---/---

Tabla 5.3 Distribución de puntos del índice de confianza y empresas de la muestra (cont.).

Índice de confianza	Nº de empresas	Índice de confianza	Nº de empresas
47	7	68	3
48	2	69	2
49	2	70	1
50	4	71	2
51	4	72	1
52	4	75	1
53	7	76	1
54	5	77	1
55	9	79	1
56	3		

(Fuente: elaboración propia.)

Tabla 5.4 Distribución de la muestra en el gráfico de tallo y hojas.

Frecuencia	Tallo	Hojas
1,00	3	3
2,00	3	58
7,00	4	2344444
18,00	4	5666667777778899
24,00	5	00001111222233333344444
19,00	5	555555556667788999
8,00	6	11333344
8,00	6	55688899
4,00	7	0112
3,00	7	567
1,00 Extremes (>=79)		

(Fuente: elaboración propia.)

La tabla 5.5 muestra la valoración del índice de confianza distribuido por sectores. Se pueden observar diferencias significativas entre los resultados obtenidos por los diferentes sectores en cuanto a la confianza que las empresas proporcionan a través de Internet. Los sectores SEC\_1 Petróleo/energía y SEC\_6 Tecnología/Telecomunicaciones obtienen las medias más elevadas, 65 y 67 puntos de confianza respectivamente. El sector SEC\_5: Serv. financieros/inmobiliarios obtiene valores extremos en el máximo (77 puntos) y mínimo (33 puntos), lo cual muestra que se produce dentro del sector claras diferencias en cuanto a la confianza que la empresa están proporcionando a través de Internet.

Tabla 5.5 Estadísticas descriptivas por sector.

Sector	N	Máximo	Mínimo	Media	Mediana	Moda	Desv.Típica
SEC_1: Petróleo/energía	9	76	54	65	66	61	6,305
SEC_2: Material/Construc/Industria	22	71	35	53	53	53	8,292
SEC_3: Consumo	19	64	42	51	51	53	5,675
SEC_4: Servicios de Consumo	16	69	44	55	55	47	7,456
SEC_5: Serv.Financieros/Inmob.	25	77	33	53	54	55	10,327
SEC_6: Tecnología/Telecomunic.	4	79	44	67	70	47	13,772

(Fuente: elaboración propia.)

La estadística descriptiva segmentada por la variable nivel tecnológico (N\_TECNOLÓGICO), proporciona información adicional sobre las empresas que proporcionan mayor confianza a través de Internet, como muestra la tabla 5.6.

Tabla 5.6 Estadísticas descriptivas por nivel tecnológico.

Nivel tecnológico	N	Máximo	Mínimo	Media	Mediana	Moda	Desv.Típica
N_TEC0: nivel tecnológico bajo	34	69	33	51	52	46	7,567
N_TEC1: nivel tecnológico medio	54	77	35	56	55	55	9,424
N_TEC2: nivel tecnológico alto	7	79	47	62	59	47	11,291

(Fuente: elaboración propia.)

La estadística descriptiva muestra que la confianza media proporcionada por las empresas que están clasificadas como de nivel tecnológico alto a través de Internet es la más alta, descendiendo ésta a medida que desciende el nivel tecnológico de las empresas.

La tercera segmentación realizada sobre la muestra se ha realizado respecto al valor de capitalización de la empresa en la Bolsa española, así tenemos la siguiente segmentación: 1) IBEX: agrupa a las 35 mayores empresas españolas por capitalización; b) >1000 millones de euros: agrupa a las 26 empresas de capitalización mayor de 1000 millones de euros en la Bolsa española; c) >500 millones de euros: agrupa a las empresas que tienen una capitalización en la Bolsa española inferior a 1000 millones de euros y mayor de 500 millones de euros. Estas son 13 empresas del total de la muestra; d) >200 millones de euros: agrupa a las 21 empresas que tienen una capitalización en Bolsa española superior a 200 millones de euros.. El análisis descriptivo realizado se muestra en la tabla 5.7.

Este análisis refleja como a medida que descende la capitalización en Bolsa, la media del índice de confianza descende igualmente. Adicionalmente, se puede observar como las empresas que obtienen más de 65 puntos en el índice de confianza pertenecen al IBEX y representan un 14,7% de la muestra (14 empresas).

**Tabla 5.7 Estadísticas descriptivas por capitalización en Bolsa.**

Capitalización	N	Máximo	Mínimo	Media	Mediana	Moda	Desv.Típica
IBEX	35	79	44	61	63	50	9,915
> 1000	26	65	44	54	54	47	6,590
> 500	13	57	33	53	51	55	6,812
> 200	21	56	35	48	48	46	5,476

(Fuente: elaboración propia.)

Para verificar la normalidad del índice de confianza y cada una de sus dimensiones se han realizado unas pruebas de inferencia entre los que se encuentran los contrastes de simetría, curtosis, Shapiro-Wilks y Kolmorov-Smirnov.

Los contrastes de normalidad de simetría y curtosis se calculan dividiendo el valor de dicho estadístico descriptivo y su respectivo error típico, de tal forma que si el resultado obtenido no excede a +- 2,58, entonces podemos aceptar que la distribución es normal a un nivel de probabilidad de 0,01. Por su parte los contrastes Shapiro-Wilks y Kolmorov-Smirnov miden el ajuste de la muestra a una recta al dibujarla en un papel, aceptando la normalidad cuando el ajuste es alto, lo cual se corresponde con valores elevados del

estadístico y del nivel de significación mayor de 0,01.

La tabla 5.8 muestra los resultados de los cuatro contrastes y como se puede observar, la variable TOTAL\_LEGALIDAD exhibe un mayor alejamiento del supuesto de normalidad, pero al ser una muestra de tamaño no muy grande los niveles de significación se deben tomar con cautela.

Tabla 5.8 Contrastes de normalidad.

	Simetría	Curtosis	Shapiro-Wilks		Kolmorov-Smirnov	
Variable	z	z	estad.	signif.	estad.	signif.
VALORACION_TOTAL	0,488	0,044	0,977	0,099	0,75	0,200
TOTAL_LEGALIDAD	-1,560	3,200	0,880	0,000	0,169	0,000
TOTAL_TRANSPARENCIA	0,330	-0,239	0,988	0,557	0,058	0,200
TOTAL_CREDIBILIDAD	0,071	-0,487	0,991	0,789	0,059	0,200
TOTAL_COMPROMISOSOCIAL	0,264	-1,543	0,990	0,705	0,067	0,200
TOTAL_DIALOGO	0,816	1,297	0,989	0,645	0,067	0,200

(Fuente: elaboración propia.)

Para finalizar el análisis descriptivo sobre el índice de confianza en la tabla 5.9., se muestran las 10 empresas que obtienen una mayor valoración en el índice de confianza y las 10 empresas que menos puntos han obtenido.

Tabla 5.9 Las 10 empresas con mayor y menor puntuación en el índice de confianza.

Nº	Empresas con mayor puntuación	índice de confianza	Nº	Empresas con menor puntuación	índice de confianza
1	TELEFONICA	79	1	PROCISA	33
2	BBVA	77	2	MECALUX	35
3	REPSOL YPF	76	3	INMOBILIARIA DEL SUR	38
4	BSCH	75	4	CEMENTOS MOLINS	42
5	GRUPO FERROVIAL	71	5	TUBOS REUNIDOS	43
6	BANKINTER	71	6	CORTEFIEL	44
7	RED ELECTRICA REE	70	7	ACERINOX	44
8	CINTRA	69	8	ZARDOYA OTIS	44
9	ABERTIS INFRASTRUCT.	69	9	COVISA	44
10	ENDESA	68	10	ANTENA 3 DE TELEVISION	44

(Fuente: elaboración propia.)

En cuanto a la visibilidad, se han analizado tanto las noticias como las recomendaciones de los analistas en Internet. En el caso de las noticias, se han analizado las noticias indexadas durante el último periodo (2006) en los principales motores de búsqueda de noticias por Internet: Google y Yahoo. Se ha descartado Altavista porque no tiene buscador exclusivo de noticias, que era lo que se pretendía medir en este análisis.

Para las recomendaciones de los analistas se han estudiado las recomendaciones positivas de los analistas a las empresas objeto de la muestra, de los portales de Internet Invertia, Base Financiera y Finanzas. El resultado de las estadísticas descriptivas calculadas, se muestra en la tabla 5.10.

Tabla 5.10 Estadísticas descriptivas de la visibilidad.

Variable	N	Máximo	Mínimo	Media	Mediana	Moda	Desv.Típica
TOT_NOTICIA	95	18.197	6	1.530	478	75	2.649,80
TOT_ANALISTA	95	18	0	3,3	2	0	3,9

(Fuente: elaboración propia.)

Como se puede observar en el caso de la variable TOT\_NOTICIAS, la desviación típica muestra que existe una gran dispersión en esa variable. Esto mismo indica el resto de estadísticos descriptivos.

## 5.2 Análisis univariante y diagnóstico de colinealidad

Con carácter previo al análisis de regresión, se realiza el análisis de correlación con las variables independientes a incluir en dicho análisis. En una primera aproximación permite evaluar si hubiera problemas de colinealidad al introducir en el modelo variables independientes que estuvieran altamente relacionadas entre sí.

El análisis correlacional, como se muestra en las tablas 5.11 y 5.12, muestra una relación positiva entre las variables dependientes e independientes, excepto con la variable independiente ASISTENCIA. Las correlaciones más altas se producen entre el índice de confianza y el tamaño (0,641) y el índice de confianza y la capitalización de la empresa (0,627). Este hecho, como se proponía, indica que las empresas más grandes proporcionan mayor confianza por Internet.

La hipótesis de que las empresas que tienen una mayor base accionarial utilizan Internet para proporcionar un mayor grado de confianza, se relaciona positivamente (0,278). El uso del voto electrónico, también está relacionado con el índice de confianza y todas sus dimensiones, excepto la de TOTAL\_CREDIBILIDAD.

El nivel tecnológico se encuentra estrechamente relacionado con el índice de confianza (0,325), lo que indica que las empresas más avanzadas tecnológicamente son las que más utilizan Internet para llegar a todos los terceros y proporcionar confianza. Siguiendo en esta línea, la dimensión de DIALOGO, está muy relacionada con el nivel tecnológico (0,409), ya que esta dimensión es la que mide los contenidos, funcionalidades y sistemas que la empresa pone a disposición de los terceros para comunicar con ella.

Contrariamente a lo esperado, la asistencia de los accionistas en la vida social de la empresa, según el análisis de correlación, no se relaciona positivamente con la confianza que la empresa proporciona a través de Internet.

En cuanto a las variables dicotómicas, el coeficiente de Spearman muestra que las variables COTIZACION e INDICE están relacionadas positivamente con el índice de confianza, con unos valores de 0,237 y 0,425 respectivamente. Este hecho confirma lo que investigaciones anteriores ya habían puesto de manifiesto, que las empresas que cotizan en más de un mercado son más propensas a proporcionar información voluntaria y contactar con sus accionistas por medio de Internet (Meek y Gray, 1989).

En cuanto a los sectores de actividad que más confianza proporcionan a través de Internet, muestran una relación positiva tanto el SECTOR\_1: petróleo y energía como el SECTOR\_6: tecnología/telecomunicaciones.

Tabla 5.11 Análisis de correlación de coeficiente de Pearson.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1. TOTAL	1											
2.TOT_LEG	,572(**)	1										
3.TOT_TRANS	,838(**)	,485(**)	1									
4.TOT_CRED	,535(**)	-,010	,303(**)	1								
5.TOT_RESS	,696(**)	,192	,414(**)	,283(**)	1							
6.TOT_DIAL	,828(**)	,306(**)	,611(**)	,393(**)	,524(**)	1						
7.ACCIONISTAS	,278(**)	,045	,291(**)	,148	,272(**)	,181	1					
8.ASSISTENCIA	-,155	,074	-,200	-,134	-,206(*)	-,053	-,569(**)	1				
9.VOTO ELEC	,498(**)	,365(**)	,421(**)	,154	,253(*)	,495(**)	,071	,096	1			
10.TAMAÑO	,641(**)	,254(*)	,524(**)	,313(**)	,519(**)	,590(**)	,269(**)	,014	,392(**)	1		
11.CAPITAL	,627(**)	,220(*)	,483(**)	,302(**)	,623(**)	,535(**)	,348(**)	-,159	,310(**)	,818(**)	1	
12.N_TEC	,325(**)	0,055	,223(*)	0,186	,244(*)	,409(**)	0,165	-0,133	,237(*)	,318(**)	,337(**)	1

\*\* La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

\* La correlación es significante al nivel 0,05 (bilateral).

(Fuente: elaboración propia).

Tabla 5.12 Análisis de correlación de coeficiente de Spearman.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1.TOTAL	1															
2.TOT_LEG	,591(**)	1														
3.TOT_TRANS	,808(**)	,510(**)	1													
4.TOT_CRED	,526(**)	0,020	,296(**)	1												
5.TOT_RESS	,665(**)	,226(*)	,371(**)	,256(*)	1											
6.TOT_DIAL	,809(**)	,389(**)	,592(**)	,365(**)	,509(**)	1										
7.SECTOR_1	,359(**)	,314(**)	0,199	0,177	,404(**)	,265(**)	1									
8.SECTOR_2	-0,108	-0,169	-0,173	0,000	0,032	-0,049	-0,178	1								
9.SECTOR_3	-0,190	-0,034	-,214(*)	-0,181	-0,074	-0,193	-0,162	-,274(**)	1							
10.SECTOR_4	0,052	-0,050	0,103	0,051	0,010	-0,033	-0,146	-,247(*)	-,225(*)	1						
11.SECTOR_5	-0,095	0,055	0,045	-0,093	-,317(**)	-0,034	-0,193	-,328(**)	-,299(**)	-,269(**)	1					
12.SECTOR_6	0,190	-0,063	,208(*)	,210(*)	0,168	,237(*)	-0,067	-0,115	-0,105	-0,094	-0,125	1				
13.COTIZACION	,445(**)	,266(**)	,478(**)	,308(**)	,296(**)	,237(*)	0,078	-0,065	-0,150	0,086	-0,101	,382(**)	1			
14.INDICE	,413(**)	0,202	,428(**)	,274(**)	,288(**)	,425(**)	0,130	-0,126	-0,165	0,083	-0,030	,312(**)	,720(**)	1		
15.AUDITOR	0,0346	0,072	0,066	-0,079	0,143	0,019	0,058	0,099	-,211(*)	-0,080	0,108	0,038	-0,044	0,084	1	
16.SALVEDAD	-0,030	0,012	0,027	0,129	0,079	0,003	0,047	0,081	-,293(**)	0,066	0,088	0,031	-0,093	0,068	,812(**)	1

\*\* La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral). \*La correlación es significante al nivel 0,05 (bilateral).

(Fuente: elaboración propia).

En el caso de la variable SECTOR\_6, la relevancia puede venir dada por el hecho que las empresas que componen este sector son empresas que soportan unos elevados costes de agencia debido a la clase de activos que poseen, principalmente intangibles. Este hecho hace que solamente las cifras contables, no sean relevantes como han puesto de manifiesto algunas investigaciones (Healy y Palepu, 1993; Amir y Lev, 1996). Al contrario, las empresas pertenecientes al sector 1, no son empresas que habitualmente sean representativas del uso de Internet para proporcionar confianza. En esta investigación puede que el resultado se explique porque durante el periodo de tiempo objeto del estudio ha habido movimientos de OPAS y contraOPAS dentro del sector, que han hecho que el uso de este canal para proporcionar confianza y tranquilidad a todos los agentes implicados halla sido superior a lo habitual en el sector.

Ni la variable AUDITOR, ni SALVEDAD son relevantes en este análisis, al resultar todas las empresas de la muestra auditadas por uno de los cuatro grandes auditores y tener todas un informe sin salvedad.

Si se analizan las correlaciones de las variables independientes entre si, se observa que la variable capitalización es la variable independiente que mayor correlación presenta con el resto siendo esta de signo positivo y significativo respecto al resto de las variables excepto con la variable ASISTENCIA.

Cabe la posibilidad de un problema de multicolinealidad que pudiera plantear la introducción simultánea de esas variables se debe plantear una solución. Entre las posibles soluciones, una de las más habituales consiste en eliminar la o las variables que presentan los variables de correlación superiores.

Sin embargo, esto puede generar un error de especificación que puede perjudicar a los modelos en su conjunto. Para evitar este problema, se ha optado por evaluar los perjuicios reales que tenga la colinealidad de las variables para cada modelo, recurriendo al uso de dos medidas específicas para su cuantificación: 1) la tolerancia; y su inverso, 2) el factor de agrandamiento de (VIF). Estas medidas indican que cantidad de variabilidad de las variables independientes seleccionadas, no está explicada por el resto de las variables independientes. En consecuencia, los valores de tolerancia y los niveles de VIF deben estar próximos a 1. En la tabla 5.12 se muestran los valores de tolerancia y VIF de las variables independientes.

Tabla 5.13 Resultados diagnóstico de colinealidad.

	Estadísticos colinealidad	
Variable	Tolerancia	VIF
SECTOR_1	0,938	0,938
SECTOR_2	1,000	1,000
SECTOR_3	0,794	0,794
SECTOR_4	0,983	0,983
SECTOR_5	0,885	0,885
SECTOR_6	0,993	0,993
N_TEC0	0,683	0,683
N_TEC1	0,840	0,840
N_TEC2	0,924	0,924
COTIZACION	0,810	0,810
INDICE	0,832	0,832
AUDITOR	0,957	0,957
SALVEDAD	0,985	0,985
ACCIONISTAS	0,922	0,922
ASISTENCIA	1,000	1,000

---/---

Tabla 5.12 Resultados diagnóstico de colinealidad (cont).

	Estadísticos colinealidad	
Variable	Tolerancia	VIF
VOTOELECTRONICO	0,850	0,850
TAMAÑO	1,000	1,150
CAPITALIZACION	0,328	0,328

(Fuente: elaboración propia.)

Como se puede observar en la tabla 5.12, los niveles de colinealidad presentes en las variables explicativas no son preocupantes.

### 5.3 Análisis multivariante

Con el fin de obtener las variables que en mayor medida contribuyan a explicar la variabilidad del índice de confianza se ha utilizado como procedimiento de regresión múltiple, el método de regresión de etapas sucesivas (stepwise regression). Este método se trata de un método de regresión por etapas "hacia delante", en el que la entrada y salida de las variables en la ecuación de regresión se realiza a partir de los valores del estadístico t-Student (Stevens, 1996). En cada paso se calcula el coeficiente estandarizado para cada variable, en el supuesto que la misma entrase en el modelo en el próximo paso, así como el valor del estadístico t y el nivel de significación. De esta forma se evita la colinealidad y se seleccionan las variables independientes que más influyen en el índice de confianza. En esta Tesis se ha utilizado como criterio de entrada en la ecuación, un nivel de significación inferior a 0,05 y uno de salida superior a 0,1.

En las tablas 5.14 y 5.15 se muestran los resultados obtenidos los cuatro modelos de regresión derivados de cruzar el índice de confianza con las variables independientes. Los modelos han sido obtenidos para el periodo 2004-2006 y 2004, 2005 y 2006 por separado.

Tabla 5.14 Modelo de regresión periodo 2004-2006.

INDICE DE CONFIANZA	Coeficiente	Std. error	t	Prob.
(Constante)	5,097	5,204	0,979	0,330
CAPITALIZACION	3,475	0,371	9,336	0,000
VOTOELECTRONICO	9,439	1,539	6,131	0,000
COTIZACION	5,161	1,337	3,861	0,000
SECTOR2	-4,850	1,504	-3,225	0,002
R <sup>2</sup>	0,642	Estadístico F		39,902
R <sup>2</sup> Ajustada	0,626	Prob. F		0,000
Error típico regresión	5,757	Durbin-Watson		1,827

(Fuente: elaboración propia.)

La función de regresión resultante por tanto es la siguiente:

$$\text{Confianza} = \alpha + \beta_1(\text{capitalización}) + \beta_2(\text{votoelectrónico}) + \beta_3(\text{cotización}) + \beta_4(\text{sector2}) + \varepsilon$$

Adicionalmente, para cada modelo se ha hallado es estadístico Durbin y Watson y se han realizado las pruebas de homocedasticidad (ver tabla 5.19.).

Como se puede ver en la tabla 5.13., cuatro son las variables que contribuyen en mayor medida a explicar los niveles de confianza de las empresas a través de Internet a lo largo de este periodo de tiempo. Estas variables son: a) la capitalización de la empresa, como se reconoce en buena parte de la evidencia empírica previa; b) el voto electrónico, el cual facilita a los accionistas la participación de la vida social de la empresa, c) la cotización en índices extranjeros y d) a nivel sectorial el sector de materiales/industria/construcción que presenta un signo negativo en relación con el índice, lo que significa que este sector proporciona un valor en el índice de confianza inferior al resto de los sectores.

Desde el punto de vista estadístico, el valor del estadístico "t" indica que las cuatro variables independientes seleccionadas por el modelo de regresión tienen una significación del 5%. El coeficiente de determinación del modelo es de 0,642, lo que significa que estas variables seleccionadas explican un 64,2% de la varianza del índice de confianza, un índice sensiblemente superior al de otras investigaciones empíricas realizadas en este campo (Xiao et al, 2004; Gandía y Andrés, 2005). Pero no todas tienen un efecto positivo sobre la confianza que las empresas proporcionan a través de Internet. El hecho que el SECTOR\_2 materiales/industria/construcción presente un signo negativo implica que los niveles de confianza que proporciona a través de Internet son inferiores a los del resto de sectores, en concreto de media aporta 4,850 puntos menos que el resto de sectores. Como se pudo observar al analizar la estadística descriptiva de este sector, los valores obtenidos en el sector son los más bajos del índice. El resultado obtenido por el sector de materiales/industria/construcción, se corresponde con el hecho que los sectores tradicionales de mano de obra intensiva tienden a tener un nivel tecnológico bajo y por tanto su utilización de Internet sería más próximo al obligatorio por ley.

La variable VOTOELECTRONICO es la que aporta al índice de confianza mayor puntuación adicional, ya que las empresas que poseen mecanismos electrónicos para la participación de los accionistas están proporcionando de media 9,439 puntos más que aquellas que no tienen estas herramientas. Por otro lado, las empresas más grandes y aquellas que cotizan en mercados extranjeros, proporcionan al índice de confianza de media 3,475 y 5,161 puntos adicionales, respectivamente.

Los niveles de colinealidad presentes en las variables explicativas no influyen en el modelo, ni se encuentran problemas de autocorrelación, como lo evidencia el valor del estadístico Durbin-Watson. En cuanto al valor del estadístico F muestra que el modelo es representativo.

En lo referente al modelo de regresión tomando por separado cada ejercicio, en la tablas 5.15 se puede ver que el coeficiente ajustado es menor que para el modelo conjunto y cambia alguna de las variables que han resultado significativas. Una variable que permanece es la VOTOELECTRÓNICO, lo que es significativo al hablar de Internet como medio de proporcionar confianza, ya que el voto electrónico es propio de este medio. El hecho de que las empresas apuesten por una participación digital por Internet es uno de los principales factores que contribuyen a la confianza.

**Tabla 5.15 Modelo de regresión periodo 2004, 2005 y 2006.**

IND.CONFIANZA 2004	Coeficiente	Std. Error	t	Prob.
(Constante)	13,402	6,972	1,922	0,058
CAPITALIZACION	2,685	0,511	5,256	0,000
VOTOELECTRONICO	4,879	1,352	3,609	0,001
COTIZACION	5,298	1,682	3,150	0,002
SECTOR1	5,067	2,216	2,287	0,025
R <sup>2</sup>	0,594	Estadístico F		31,818
R <sup>2</sup> Ajustada	0,575	Prob. F		0,000
Error típico regresión	1,825	Durbin-Watson		1,935

---/---

Tabla 5.15 Modelo de regresión periodo 2004, 2005 y 2006 (cont).

IND.CONFIANZA 2005	Coeficiente	Std. error	t	Prob.
(Constante)	12,693	7,811	1,628	0,108
CAPITALIZACION	2,706	0,555	4,879	0,000
VOTOELECTRONICO	5,044	1,349	3,740	0,000
COTIZACION	4,921	1,834	2,684	0,009
SECTOR1	4,767	2,247	2,121	0,037
R <sup>2</sup>	0,574	Estadístico F		28,954
R <sup>2</sup> Ajustada	0,554	Prob. F		0,000
Error típico regresión	5,951	Durbin-Watson		1,900
IND.CONFIANZA 2006	Coeficiente	Std. error	t	Prob.
(Constante)	24,874	9,171	2,712	0,008
CAPITALIZACION	2,264	0,581	3,900	0,000
VOTOELECTRONICO	5,210	1,505	3,461	0,001
COTIZACION	5,387	1,617	3,332	0,001
SECTOR1	6,216	2,513	2,473	0,015
ASISTENCIA	-0,102	0,043	-2,360	0,021
R <sup>2</sup>	0,545	Estadístico F		19,426
R <sup>2</sup> Ajustada	0,517	Prob. F		0,000
Error típico regresión	6,248	Durbin-Watson		1,999

(Fuente: elaboración propia).

Las funciones de regresión resultantes se muestran en la tabla 5.16.

**Tabla 5. 16 Funciones de regresión periodo 2004, 2005 y 2006.**

<b>Función de regresión 2004</b>
$Confianza2004 = \alpha + \beta_1(\text{capitalización}) + \beta_2(\text{votoelectrónico}) + \beta_3(\text{cotización}) + \beta_4(\text{sector1}) + \varepsilon$
<b>Función de regresión 2005</b>
$Confianza2005 = \alpha + \beta_1(\text{capitalización}) + \beta_2(\text{votoelectrónico}) + \beta_3(\text{cotización}) + \beta_4(\text{sector1}) + \varepsilon$
<b>Función de regresión 2006</b>
$Confianza2006 = \alpha + \beta_1(\text{capitalización}) + \beta_2(\text{votoelectrónico}) + \beta_3(\text{cotización}) + \beta_4(\text{sector1}) \pm \beta_5(\text{asistencia}) + \varepsilon$

(Fuente: elaboración propia).

Las variables CAPITALIZACION y COTIZACION, han resultado significativas con signo positivo todos los años lo que indica que las empresas que cotizan en mercados extranjeros, intentan proporcionar más confianza por Internet al tener un accionariado más disperso..

El SECTOR\_1, es el sector del petróleo y energía, el cual representa empresas grandes e internacionalizadas y por tanto, empresas que obtienen una alta puntuación en el índice de confianza. Las empresas que pertenecen a este sector aportan de media al índice de confianza 6,216 puntos adicionales que las pertenecientes a otros sectores.

El último año entra en el modelo la variable ASISTENCIA con signo negativo lo que indica que la asistencia a la Junta de accionistas es una variable que influye menos en la confianza que el resto de las variables. Esto puede ser debido a que para que la empresa pueda desarrollar todos los derechos sociales de forma plena, principalmente el derecho de asistencia directamente a través de la web, la legislación debe adaptarse a esta nueva realidad. Actualmente, las empresas aunque pueden retransmitir a Junta a través de Internet, no permiten el voto en línea en el momento de la Junta debido a que sus acciones no son nominales, sino anotaciones en cuenta, donde quienes poseen el nombre de los accionistas son las entidades depositarias de dichas acciones, lo que hace que las empresas no sepan quien realmente en el momento de

la Junta es accionista de la empresa.

En cambio, el voto electrónico es cada vez más utilizado por aquellas empresas que desean proporcionar confianza utilizando Internet. El voto electrónico se utiliza, de forma indistinta, para voto a distancia y voto delegado. Las empresas que utilizan el voto electrónico como forma de participación de los derechos sociales aportan de media al índice de confianza 5 puntos adicionales que las empresas que no permiten el uso del voto electrónico.

Los estadísticos resumen indican que no hay problemas de colinealidad, ni autocorrelación si bien el valor del coeficiente de determinación ajustado es inferior, lo que empeora la capacidad explicativa del modelo. Igual ocurre con el estadístico F, la representatividad disminuye.

Para entender la construcción de la confianza a través de Internet se ha estudiado cuales son las variables que mas influyen en la construcción de cada una de las dimensiones. Los resultados se pueden ver en la tabla 5.17:

Tabla 5.17 Modelo de regresión por dimensión de la confianza periodo 2004-2006.

Dimensión LEGALIDAD	Coeficiente	Std. Error	T	Prob.
(Constante)	27,033	0,341	79,298	0,000
VOTOELECTRONICO	1,923	0,480	4,004	0,000
V_SECTOR1	2,009	0,787	2,552	0,012
V_SECTOR3	1,189	0,590	2,017	0,047
R <sup>2</sup>	0,213	Estadístico F		8,231
R <sup>2</sup> Ajustada	0,188	Prob. F		0,000
Error típico regresión	2,211	Durbin-Watson		1,665

---/----

Tabla 5.17 Modelo de regresión por dimensión de la confianza periodo 2004-2006 (cont).

Dimensión TRANSPARENCIA	Coefficiente	Std. error	T	Prob.
(Constante)	1,275	2,288	0,557	0,579
CAPITALIZACION	0,522	0,161	3,237	0,002
COTIZACION	2,355	0,674	3,494	0,001
VOTOELECTRONICO	1,384	0,572	2,419	0,018
R <sup>2</sup>	0,409	Estadístico F		20,956
R <sup>2</sup> Ajustada	0,389	Prob. F		0,000
Error típico regresión	2,480	Durbin-Watson		1,841
Dimensión CREDIBILIDAD	Coefficiente	Std. error	T	Prob.
(Constante)	12,693	7,811	1,628	0,108
CAPITALIZACION	2,706	0,314	2,759	0,007
V_SECTOR6	5,044	2,272	2,264	0,026
SALVEDAD	4,921	-4,680	-2,858	0,005
N_TEC2	4,767	-1,950	-2,097	0,039
R <sup>2</sup>	0,219	Estadístico F		6,311
R <sup>2</sup> Ajustada	0,184	Prob. F		0,000
Error típico regresión	1,957	Durbin-Watson		2,024

---/----

Tabla 5.17 Modelo de regresión por dimensión de la confianza periodo 2004-2006 (cont).

Dimensión COMPROMISOCIAL	Coefficiente	Std. error	t	Prob.
(Constante)	-10,024	1,590	-6,537	0,000
CAPITALIZACION	0,927	0,111	8,348	0,000
V_SECTOR5	-2,998	0,459	-6,537	0,000
V_SECTOR1	1,421	0,668	2,127	0,036
R <sup>2</sup>	0,564	Estadístico F		39,272
R <sup>2</sup> Ajustada	0,550	Prob. F		0,000
Error típico regresión	1,759	Durbin-Watson		2,254
Dimensión DIALOGO	Coefficiente	Std. error	t	Prob.
(Constante)	-3,250	1,829	1,777	0,079
CAPITALIZACION	0,701	0,131	5,361	0,000
COTIZACION	1,455	0,599	2,429	0,017
VOTOELECTRONICO	1,480	0,445	3,328	0,001
V_SECTOR6	2,651	1,036	2,559	0,012
V_SECTOR5	-1,205	0,486	-2,476	0,015
R <sup>2</sup>	0,572	Estadístico F		23,758
R <sup>2</sup> Ajustada	0,548	Prob. F		0,000
Error típico regresión	1,904	Durbin-Watson		1,804

(Fuente: elaboración propia.)

Los resultados obtenidos por dimensión no difieren mucho de los resultados globales. De nuevo las empresas con una mayor capitalización, uso de herramientas electrónicas para la participación de los accionistas y que están presentes en otros mercados, son las empresas que mayor confianza proporcionan a través de Internet.

Los sectores que más cumplen la dimensión de LEGALIDAD son el SECTOR\_1 y SECTOR\_3 y las empresas que tienen implantado en sus páginas web el voto electrónico para sus accionistas.

A nivel sectorial los sectores que más contribuyen a crear un clima de confianza son el sector 1 petróleo y energía y sector 6 tecnología y telecomunicaciones, especialmente en las dimensiones de CREDIBILIDAD y DIALOGO. En el caso del COMPROMISO SOCIAL, es destacable el esfuerzo realizado por las empresas de petróleo y energía por dar a conocer su compromiso con el medio ambiente y su entorno.

En la dimensión de CREDIBILIDAD, las empresas con nivel tecnológico alto son empresas con fuertes inversiones en intangibles, por lo que necesitan proporcionar más credibilidad a los inversores y por tanto proporcionan información más detallada en Internet sobre sus planes presentes y futuros. Éste resultado se corrobora porque en esta dimensión resulta significativo que el sector 6 tecnología/telecomunicaciones, aporta de media 5,044 puntos adicionales a la dimensión, que el resto de los sectores.

En cuanto a la visibilidad de las empresas en Internet, el análisis realizado muestra que la única variable que influye en la visibilidad de la empresa es la CAPITALIZACIÓN, tanto en lo que tiene que ver con las noticias que se proporcionan en los diferentes portales de noticias, como en las recomendaciones de los accionistas (ver tabla 5.18).

Aunque, en el caso de las recomendaciones de los analistas, aparte del tamaño el SECTOR\_1 resulta determinante para su visibilidad. Lo cual puede significar que los analistas cada vez utilizan más la web de las empresas seguir las empresas, utilizar información disponible y corroborar información. Hay que tener en cuenta que durante el último año el sector del petróleo y, especialmente, la energía ha sufrido OPAs y contraOPAs que han hecho que tanto las noticias como los analistas estén pendientes del sector.

En el caso del modelo, la  $R^2$  ajustada de las noticias no proporciona un valor explicativo muy alto (13,90%), pero el resultado del modelo en el caso de las recomendaciones de los analistas (31,7%), está en conformidad con la evidencia empírica de estudios anteriores nacionales y extranjeros (Botosan, 2000; Gandía y Andrés, 2005). Los resultados obtenidos en las recomendaciones de los analista muestra que éstos, al igual que ocurre con otros canales como la prensa, estudian y realizan un seguimiento continuo de aquellas empresas que tienen una mayor capitalización

Por lo tanto, se puede concluir que la visibilidad de las empresas a través de Internet, depende de su capitalización principalmente y de los movimientos que se puedan producir en el sector. Lo que en parte ha proporcionado la medición de la confianza.

Por último, los niveles de tolerancia no inducen a pensar en la existencia de multicolinealidad o autorrelación.

Tabla 5.18 Modelo de regresión de la visibilidad.

NOTICIAS						
	Coeficiente	Std. error	t	Prob.	Estadísticos colinealidad	
(Constante)	-10.521,33	3.153,58	-3,357	0,001	Tolerancia	VIF
CAPITALIZACION	819,14	212,38	3,857	0,000	1,000	1,000
R <sup>2</sup>	0,149	Estadístico F		14,875		
R <sup>2</sup> Ajustada	0,139	Prob. F		0,000		
Error típico regresión	2.538,48	Durbin-Watson		2,193		
ANALISTAS						
	Coeficiente	Std. error	t	Prob.	Estadísticos colinealidad	
(Constante)	-8,347	3,013	-2,771	0,007	Tolerancia	VIF
CAPITALIZACION	5,400	1,230	4,390	0,000	0,950	1,053
V_SECTOR1	0,737	0,201	3,659	0,000	0,950	1,053
R <sup>2</sup>	0,333	Estadístico F		20,962		
R <sup>2</sup> Ajustada	0,317	Prob. F		0,000		
Error típico regresión	3,232	Durbin-Watson		2,277		

(Fuente: elaboración propia).

La homocedasticidad es una propiedad fundamental del modelo de regresión lineal general, necesaria para que en un modelo de regresión los coeficientes estimados sean los mejores o eficientes, lineales e insesgados. Se dice que existe homocedasticidad cuando la varianza de los errores estocásticos de la regresión son los mismos para cada observación.

En este caso la comprobación de la homocedasticidad se realiza a través del test de White y Chi-cuadrado. Los resultados obtenidos para cada uno de los modelos de regresión obtenidos se muestran en la tabla 5.19.

**Tabla 5.19 Resultados homocedasticidad de los modelos.**

Modelo	Chi-cuadrado	p
INDICE TOTAL	14,323754	0,215594
INDICE 2004	10,640804	0,473827
INDICE 2005	14,182754	0,223045
INDICE 2006	17,718418	0,406810
Dimensión LEGALIDAD	10,789497	0,055717
Dimensión TRANSPARENCIA	14,659831	0,406160
Dimensión CREDIBILIDAD	2,245580	0,972542
Dimensión COMPROMISO SOCIAL	16,311946	0,012174
Dimensión DIALOGO	17,766422	0,217627

(Fuente: elaboración propia).

Como se observa, se acepta la existencia de homocedasticidad en todos los supuestos, excepto en el modelo de regresión de la dimensión de compromiso social, lo que no resulta preocupante al cumplirse el supuesto de homocedasticidad de los modelos totales.

## 5.4 Análisis del índice de confianza ponderado

El índice resultante del análisis delphi da la siguiente valoración, a juicio de los expertos, para cada una de las dimensiones:

$$\text{IndiceConfianzaPonderado} = \text{Legalidad} + 1,5\text{Transparencia} + 2\text{Credibilidad} \\ + \text{Compromiso Social} + 1,5\text{Diálogo}$$

La tabla 5. 20 muestra una descripción de las variables dependientes ponderadas de acuerdo al índice ponderado por los expertos en el delphi, mediante el cálculo del valor máximo, mínimo, la media la desviación típica, mediana, la moda, la asimetría y la curtosis.

Tabla 5.20 Estadísticas descriptivas del índice de confianza ponderado.

Variable	N	Máximo	Mínimo	Media	Mediana	Moda	Desv. Típica	Asim.	Curtosis
INDICE_TOTAL_POND	95	104	42	70	69	69	13,129	0,562	-0,003
TOTAL_LEGALIDAD_POND	95	31	19	28	29	28	2,453	-1,560	3,200
TOTAL_TRANSPARENCIA_POND	95	18	3	15	15	12	4,759	0,330	-0,239
TOTAL_CREDIBILIDAD_POND	95	22	2	12	12	12	4,333	0,071	-0,487
TOT_COMPROMISOSOCIAL_POND	95	7	0	3	2	0	2,621	0,264	-1,543
TOTAL_DIALOGO_POND	95	26	3	12	11	11	4,245	0,816	1,297

(Fuente: elaboración propia.)

La valoración total del índice ponderado muestra, que el rango de valores del índice de confianza va de 42 puntos a 104 puntos, la media de puntos es de 70 concentrándose el 77% de la muestra en el rango de 42 a 75 puntos de valoración total del índice como muestra el gráfico de tallo y hojas ponderado (ver tabla 5.21).

El máximo del total del índice ponderado se ha incrementado en un 25%, mientras que el mínimo sólo se ha incrementado un 20%. La  $\sigma= 13,129$  muestra una alta dispersión de los datos debido a la ponderación de las dimensiones de CREDIBILIDAD y DIALOGO, al contrario que en el índice sin ponderar donde la dispersión era baja ( $\sigma= 3,173$ ).

.Como se puede observar, la dimensión LEGALIDAD sigue manteniendo los valores estadísticos más altos, a pesar de que no se ha incrementado su ponderación, es decir, su valor se ha multiplicado por 1.

**Tabla 5.21 Estadísticas descriptivas del índice de confianza ponderado.**

Frecuencia	Tallo	Hojas
4	4	2669
19	5	0133356666677779999
36	6	0111222223344455557888888888889999
14	7	00112344455666
14	8	11122333478889
6	9	122379
2 Extremes ( $\geq 103$ )		

(Fuente: elaboración propia.)

A continuación en la tabla 5.20 se muestran las 10 empresas con mayor y menor puntuación en el índice de confianza ponderado. En el caso de las empresas con peor puntuación, sólo hay una empresa que difiere de la lista del índice de confianza sin ponderar, Adolfo Domínguez. Mientras que en el caso de las empresas con mayor puntuación varían dos empresas, Indra e Iberdrola. Ambas, empresas que han hecho una apuesta por las dimensiones que son más valoradas por los expertos, CREDIBILIDAD y DIALOGO.

Tabla 5.22 Las 10 empresas con mayor y menor puntuación en el índice de confianza ponderado.

Nº	Empresas con mayor puntuación	Índice de confianza	Nº	Empresas con menor puntuación	Índice de confianza
1	TELEFONICA	104	1	PROCISA	42
2	BBVA	103	2	INMOBILIARIA DEL SUR	46,5
3	REPSOL YPF	99	3	MECALUX	46,5
4	BSCH	97,5	4	CEMENTOS MOLINS	49,5
5	BANKINTER	92,5	5	TUBOS REUNIDOS	50,5
6	INDRA SISTEMAS	92	6	CORTEFIEL	51,5
7	GRUPO FERROVIAL	91,5	7	ACERINOX	53,5
8	REE	89	8	ZARDOYA OTIS	53,5
9	IBERDROLA	88,5	9	COVISA	53,5
10	ABERTIS INFRAESTRUC	88,5	10	ADOLFO DOMINGUEZ	55,5

(Fuente: elaboración propia.)

El análisis univariante del índice ponderado, (tablas 5.23 y 5.24), muestra, como en el caso del modelo no ponderado, una relación positiva entre las variables dependientes e independientes, excepto con la variable independiente ASISTENCIA. Las correlaciones más altas se producen entre el índice de confianza y el tamaño (0,635) y la capitalización de la empresa (0,613). Este hecho, como se proponía, indica que las empresas más grandes proporcionan mayor confianza por Internet.

La hipótesis de que las empresas que tienen una mayor base accionarial utilizan Internet para proporcionar un mayor grado de confianza, se relaciona positivamente (0,276). El uso del voto electrónico también está estrechamente relacionado con el índice de confianza y todas sus dimensiones, excepto la de CREDIBILIDAD.

El nivel tecnológico se encuentra estrechamente relacionado con el índice de confianza (0,334), lo que indica que las empresas más avanzadas tecnológicamente son las que más utilizan Internet para llevar a

todos los terceros y proporcionar confianza. Siguiendo en esta línea, la dimensión de DIALOGO, está muy relacionada con el nivel tecnológico (0,409), ya que esta dimensión es la que mide los contenidos, funcionalidades y sistemas que la empresa pone a disposición de los terceros para comunicar con ella.

Contrariamente a lo esperado, la asistencia de los accionistas en la vida social de la empresa, según el análisis de correlación, no se relaciona positivamente con la confianza que la empresa proporciona a través de Internet.

En cuanto a las variables dicotómicas, el coeficiente de Spearman nos muestra, de nuevo, que las variables COTIZACION e INDICE están relacionadas positivamente con el índice de confianza, con unos valores de 0,457 y 0,422 respectivamente. Este hecho nos confirma lo que investigaciones anteriores ya habían puesto de manifiesto, que las empresas que cotizan en más de un mercado son más propensas a proporcionar información voluntaria y permitir la participación de sus accionistas por medio de Internet (Meek y Gray, 1989).

En cuanto a los sectores de actividad que más confianza proporcionan a través de Internet, muestran una relación positiva fuerte en el sector 1: petróleo y energía y más débil en los sectores 3 y 6. En el índice ponderado se incorpora la variable SECTOR\_3 como variable correlacionada con el índice y con la dimensión de TOTAL\_TRANSPARENCIA\_POND.

Ni la variable AUDITOR, ni SALVEDAD son relevantes en este análisis al resultar todas las empresas de la muestra auditadas por uno de los grandes auditores y tener un informe sin salvedad.

Por lo tanto, se puede concluir que el modelo ponderado confirma los resultados del análisis correlacional obtenidos en el modelo sin ponderar, lo que proporciona mayor confirmación a la investigación realizada.

El análisis multivariante resultante se encuentra en la tabla 5.25. Como se observa, cinco son las variables que contribuyen en mayor medida a explicar los valores que toma el índice de confianza ponderado de las empresas a través de Internet. Estas variables son: a) la capitalización de la empresa, variable CAPITALIZACION; b) el voto electrónico, variable VOTOELECTRONICO, el cual facilita a los accionistas la participación de la vida social de la empresa; c) la cotización en índices internacionales, representada por la variable INDICE y d) A nivel sectorial los sectores de materiales/industria/construcción y el sector de Servicios

Tabla 5.23 Análisis de correlación de coeficiente de Pearson.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1.LEG_POND	1											
2.TRANS_POND	,485(**)	1										
3.CRED_POND	-0,010	,303(**)	1									
4.COMS_POND	0,192	,414(**)	,283(**)	1								
5.DIAL_POND	,306(**)	,611(**)	,393(**)	,524(**)	1							
6.TOT_POND	,497(**)	,834(**)	,622(**)	,648(**)	,836(**)	1						
7.ACCIONISTAS	0,045	,291(**)	0,148	,272(**)	0,181	,276(**)	1					
8.ASSISTENCIA	0,074	-0,200	-0,134	-,206(*)	-0,053	-0,161	-,569(**)	1				
9.VOTO ELEC	,365(**)	,421(**)	0,154	,253(*)	,495(**)	,482(**)	0,071	0,096	1			
10.TAMAÑO	,254(*)	,524(**)	,313(**)	,519(**)	,590(**)	,635(**)	,269(**)	0,014	,392(**)	1		
11.CAPITAL	,220(*)	,483(**)	,302(**)	,623(**)	,535(**)	,613(**)	,348(**)	-0,159	,310(**)	,818(**)	1	
12.N_TEC	0,056	,223(*)	0,186	,244(*)	,409(**)	,334(**)	,313(**)	-0,179	,237(*)	,220(*)	,273(**)	1

\*\* La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

\* La correlación es significante al nivel 0,05 (bilateral).

(Fuente: elaboración propia).

Tabla 5.24 Análisis de correlación de coeficiente de Spearman.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1.LEG_POND	1															
2.TRANS_POND	,510(**)	1														
3.CRED_POND	0,020	,296(**)	1													
4.COMS_POND	,226(*)	,371(**)	,256(*)	1												
5.DIAL_POND	,389(**)	,592(**)	,365(**)	,509(**)	1											
6.TOT_POND	,526(**)	,803(**)	,627(**)	,602(**)	,802(**)	1										
7.SECTOR_1	,314(**)	0,199	0,177	,404(**)	,265(**)	,340(**)	1									
8.SECTOR_2	-0,169	-0,173	0,000	0,032	-0,049	-0,101	-0,178	1								
9.SECTOR_3	-0,034	-,214(*)	-0,181	-0,074	-0,192	-,212(*)	-0,162	-,274(**)	1							
10.SECTOR_4	-0,05	0,103	0,051	0,010	-0,033	0,058	-0,146	-,247(*)	-,225(*)	1						
11.SECTOR_5	0,055	0,045	-0,093	-,317(**)	-0,035	-0,084	-0,193	-,328(**)	-,299(**)	-,269(**)	1					
12.SECTOR_6	-0,063	,208(*)	,210(*)	0,168	,237(*)	,213(*)	-0,068	-0,115	-0,105	-0,094	-0,125	1				
13.COTIZACION	,266(**)	,478(**)	,308(**)	,296(**)	,438(**)	,457(**)	0,078	-0,065	-0,150	0,086	-0,101	,382(**)	1			
14.INDICE	0,202	,428(**)	,274(**)	,288(**)	,425(**)	,422(**)	0,130	-0,126	-0,165	0,083	-0,030	,312(**)	,720(**)	1		
15.AUDITOR	0,072	0,066	-0,079	0,143	0,019	-0,005	0,058	0,099	-,211(*)	-0,080	0,108	0,038	-0,044	0,084	1	
16.SALVEDAD	0,012	0,027	-0,130	0,079	0,003	-0,076	0,047	0,081	-,293(**)	0,066	0,087	0,031	-0,093	0,068	,812(**)	1

\*\* La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral). \*La correlación es significante al nivel 0,05 (bilateral).

(Fuente: elaboración propia).

financieros e inmobiliarios, representados por las variables SECTOR\_2 y SECTOR\_5, que presentan un signo negativo en relación con el índice de confianza.

Tabla 5.25 Análisis de regresión del índice ponderado.

INDICE DE CONFIANZA PONDERADO	Coefficiente	Std. error	t	Prob.
(Constante)	7,020	8,425	0,979	0,330
CAPITALIZACION	4,275	0,572	7,469	0,000
SECTOR_5	-11,259	2,230	-5,048	0,000
VOTOELECTRONICO	6,194	1,905	3,252	0,002
SECTOR_2	-5,573	2,171	-2,568	0,012
INDICE	5,832	2,523	2,312	0,023
R <sup>2</sup>	0,635	Estadístico F		30,985
R <sup>2</sup> Ajustada	0,615	Prob. F		0,000
Error típico regresión	8,150	Durbin-Watson		1,827

(Fuente: elaboración propia.)

Desde el punto de vista estadístico, el valor del estadístico “t” indica que las cinco variables independientes seleccionadas por el modelo de regresión tienen una significación del 5%. El coeficiente de determinación del modelo es de 0,635 lo que implica que estas variables seleccionadas explican un 63,5% de la varianza del índice de confianza ponderado. Pero no todas tienen un efecto positivo sobre la confianza que las empresas proporcionan a través de Internet. El hecho de que las variables SECTOR\_2 y el SECTOR\_5 presenten un signo negativo implica que los niveles de confianza que proporcionan dichos sectores a través de Internet son inferiores a los del resto de sectores, en concreto de media aportan 5,573 y 11,259 puntos menos que el resto de sectores, respectivamente.

La variable VOTOELECTRONICO es la que aporta al índice de confianza mayor puntuación adicional, ya que las empresas que poseen mecanismos electrónicos para la participación de los accionistas están proporcionando de media 6,194 puntos más que aquellas que no tienen estas herramientas.

Por otro lado, las empresas más grandes y aquellas que cotizan en índices extranjeros, proporcionan al índice de confianza de media 4,275 y 5,832 puntos adicionales, respectivamente.

Los niveles de colinealidad presentes en las variables explicativas no influyen en el modelo, ni se evidencian problemas de autocorrelación como lo evidencia el valor del estadístico Durbin-Watson. En cuanto al valor del estadístico F muestra que el modelo es representativo.

El modelo resultante muestra como representativas, las mismas variables que en el caso del índice de confianza sin ponderar, lo que contribuye a asegurar la validez y significación del modelo.

$$\begin{aligned} \text{ConfianzaPonderada} = & \alpha + \beta_1(\text{capitalización}) + \beta_2(\text{votoelectrónico}) + \beta_3(\text{índice}) \\ & + \beta_4(\text{sector2}) + \beta_4(\text{sector5}) + \varepsilon \end{aligned}$$

## 5.5 Análisis de Posicionamiento

Con la finalidad de complementar el análisis multivariante realizado, se realiza un análisis de posicionamiento multidimensional de las variables categóricas utilizadas como variables independientes respecto al índice de confianza, por medio de realizar un análisis de correspondencias múltiples. El análisis de correspondencias es una técnica estadística que se utiliza para analizar, desde un punto de vista gráfico, las relaciones de dependencia e independencia de un conjunto de variables categóricas a partir de los datos de una tabla de contingencia. Para ello asocia a cada una de las modalidades de la tabla, un punto en el espacio  $R^n$  (habitualmente  $n=2$ ) de forma que las relaciones de cercanía/lejanía entre los puntos calculados reflejen las relaciones de dependencia y semejanza existentes entre ellas. En este caso, se ha realizado un análisis de correspondencias múltiples que se basa en realizar un análisis de correspondencias sobre la llamada matriz de Burt:  $B = Z'Z$ . Dicha matriz se construye por superposición de cajas. En los bloques diagonales aparecen matrices diagonales conteniendo las frecuencias marginales de cada una de las variables analizadas. Fuera de la diagonal aparecen las tablas de frecuencias cruzadas correspondientes a todas las combinaciones 2 a 2 de las variables analizadas. Se toman como dimensiones aquellas cuya contribución a la inercia supera  $1/p$  (Salvador Figueras, 2003).

Las variables analizadas con los valores que toman para su representación gráfica en la matriz de posicionamiento se muestran a continuación en la tabla 5.26.

Tabla 5.26 Variables utilizadas en el análisis de correspondencias múltiples con sus valores.

Variable	Valores que toma	Valores para su representación
SECTOR	6 valores: del 1 al 6	Sectores 1 2 3 4 5 6 A B C D E F
NIVEL TECNOLÓGICO	3 valores: del 0 al 2	Nivel tecnológico 1 2 3 G H I

---/----

Tabla 5.26 Variables utilizadas en el análisis de correspondencias múltiples con sus valores (cont).

Variable	Valores que toma	Valores para su representación
COTIZACION	2 valores: 0 y 1	Cotización 1 2 J K
CMNV	4 valores: del 1 al 4	CMNV 1 2 3 4 L M N O
VOTO ELECTRÓNICO	2 valores: 0 y 1	Voto electrónico 1 2 P Q
INDICE TOTAL	3 valores: 1 al 3. Se categoriza dividida por el 3º cuartil	1 2 3 1 2 3

(Fuente: elaboración propia).

Se han extraído dos dimensiones con el fin de que todas las modalidades queden bien reflejadas en el gráfico biplot, tal y como lo demuestran las medidas de discriminación de la tabla 5.27. La dimensión uno tiene un valor singular más grande que la dimensión dos y es la que más discrimina entre las diversas modalidades.

Para determinar la fiabilidad de las escalas utilizadas el método más utilizado es el coeficiente alpha de Cronbach. Cuanto más próximo sea su valor a 1, más consistente será la escala. Entre 1 y 0, 80 la fiabilidad de la escala es considerada excelente; entre 0, 79 y 0,70 la consistencia interna es buena; entre 0, 69 y 0, 60 la fiabilidad es regular y por debajo de 0,60 la consistencia es mínima, aunque para realizar estudios exploratorios puede aceptarse (Hair et al., 1999). La tabla 5.28, recoge la fiabilidad de cada una de las dimensiones. Como puede apreciarse, ambas dimensiones muestran coeficientes alpha de Cronbach superiores a 0,90.

Tabla 5.27 Medidas de discriminación.

Variable	Dimensión 1	Dimensión 2
SECTOR	0,642	0,758
NIVEL TECNOLÓGICO	0,737	0,371
COTIZACION	0,314	0,031
CMNV	0,794	0,381
VOTO ELECTRÓNICO	0,178	0,017
INDICE TOTAL	0,433	0,217

(Fuente: elaboración propia).

Tabla 5. 28 Alpha de Cronbach y resultados del análisis de correspondencias múltiples.

Dimensión	$\alpha$	Varianza explicada
Dimensión 1	0,961	25,527
Dimensión 2	0,908	24,983

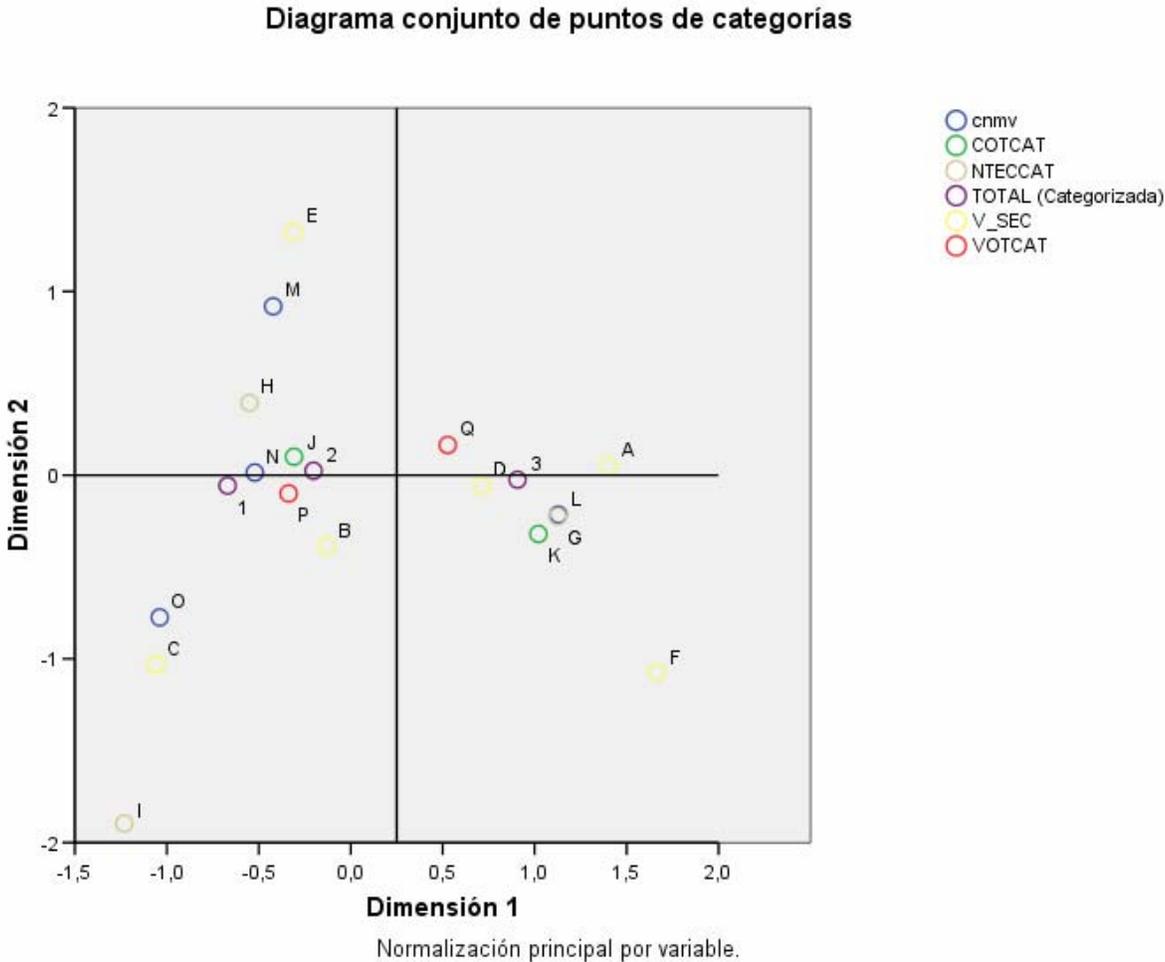
(Fuente: elaboración propia).

Las variables que tienen un posicionamiento espacial en horizontal, como las variables 1, 2,3 o M, P, D, forman la dimensión 1. Mientras que las variables que se posicionan en vertical, como las variables M, E, O, C, I, forman la dimensión 2.

Del análisis del gráfico de la matriz de posicionamiento (ver figura 5.1) podemos concluir que las empresas que están posicionadas como aquellas que de acuerdo al modelo propuesto proporcionan mayor confianza, las que representan la variable categorizada "3", son las empresas que pertenecen al IBEX 35 (valor L), las que utilizan mecanismos de Internet para fomentar la participación como el voto electrónico (valor

Q), las que están cotizando en más de un mercado (valor K) y las que pertenecen al sector 1 (valor A), como confirmaba el análisis multivariante. Aparece en este caso una variable nueva posicionada en esta categoría. Se trata del sector 5, anteriormente analizado, que es el sector que engloba más empresas con mayor dispersión al contener empresas con valores del índice muy elevados y otras empresas valores muy bajos.

Figura 5.1. Grafico de Posicionamiento del análisis de correspondencias múltiples.



(Fuente: elaboración propia).

Las empresas que representan la variable categorizada "2", es decir se encuentran en la mitad del índice de confianza, son las empresas con una capitalización superior a 500 millones de euros (valores M y N), no utilizan mecanismos de Internet para fomentar la participación como el voto electrónico (valor Q), ni están cotizando en más de un mercado (valor K).

Las empresas que representan la variable categorizada "3", es decir se encuentran en la parte baja del índice de confianza, son las empresas con una capitalización superior a 500 millones de euros pero inferior a 1000 millones de euros (valor N), no utilizan mecanismos de Internet para fomentar la participación como el voto electrónico (valor Q), ni están cotizando en más de un mercado (valor K).

En estos dos últimos casos, el sector no es una variable representativa.

Hasta el momento se han comentado de manera individual los resultados obtenidos para cada variable. Sin embargo el contraste de las hipótesis requiere un análisis más detenido para cada una de ellas, el cual se pasa a realizar a continuación.

### 5.6.1 Contraste de las hipótesis de la proposición general 1

La proposición general 1 establece que las empresas proporcionan confianza a través de Internet, e intenta establecer una relación entre aquellas características de la empresa y el nivel de confianza proporcionado. El análisis realizado ha estudiado que características de entre las propuestas (ver tabla 5.29) son las que contribuyen a proporcionar confianza a través de Internet:

Tabla 5.29 Tabla de las hipótesis analizadas en la proposición general 1.

Tamaño	+(H1a)
Sector	+(H1b)
Nivel tecnológico	+(H1c)
Cotización en mercados de capitales no nacionales	+(H1d)
Cotización en índices extranjeros	+(H1e)
Auditada por los cuatro grandes	+(H1f)
Informe de auditoría sin salvedades	+(H1g)

(Fuente: elaboración propia).

Tanto el análisis de correlación como los modelos de regresión y el análisis de posicionamiento, muestran que las variables que más contribuyen a proporcionar confianza a través de Internet son la capitalización, que se corresponde con las empresas más grandes, y la cotización en mercados no nacionales,

como ya habían demostrado las anteriores evidencias empíricas (Ettredge et al., 2002a; Xiao et al., 2004; Bonsón y Escobar, 2006), pero no hay evidencia de que influye el hecho de que pertenezca a un índice relevante del mercado extranjero.

En el caso de los sectores el sector 1 es el sector que más confianza proporciona a través de Internet en el caso español y no se corresponde con los resultados obtenidos en otras investigaciones (Gandía y Andrés, 2005). Incluso, algunos de los sectores influyen de manera contraria a lo esperado, como el sector 5.

El nivel tecnológico afecta a la dimensión de DIALOGO, pero no es una de las características que haga que las empresas que proporcionan mayor confianza a través de Internet sean las tecnológicamente más desarrolladas.

En ninguno de los modelos la variable AUDITOR resulta significativa, contrariamente a lo que ocurre en otras investigaciones (Xiao et al., 2004; Bonsón y Escobar, 2006), ya que todas excepto una de las empresas de la muestra son auditadas por una de las cuatro empresas grandes. Lo mismo ocurre con la variable SALVEDAD, puesto que ninguna de las empresas presenta salvedades en ninguno de los informes de auditoría analizados durante el tiempo de estudio.

Lo anteriormente mencionado lleva sólo a aceptar parcialmente algunas de las hipótesis planteadas (ver tabla 5.30).

**Tabla 5.30 Resultados de las hipótesis de la proposición general 1.**

Tamaño	+(H1a)	Aceptada
Sector	+(H1b)	Aceptada parcialmente
Nivel tecnológico	+(H1c)	No aceptada
Cotización en mercados de capitales no nacionales	+(H1d)	Aceptada
Cotización en índices extranjeros	+(H1e)	Aceptada parcialmente

---/---

**Tabla 5.30 Resultados de las hipótesis de la proposición general 1 (cont).**

Auditada por los cuatro grandes	+(H1f)	No aceptada
Informe de auditoría sin salvedades	+(H1g)	No aceptada

(Fuente: elaboración propia)

Lo anteriormente mostrado lleva a formular la conclusión a la que se ha llegado para esta proposición (ver tabla 5.31).

**Tabla 5.31 Verificación de la proposición general 1.**

<p><b>PROPOSICIÓN GENERAL 1: El gobierno corporativo electrónico proporciona confianza en la empresa.</b></p> <p><b>Aceptada parcialmente</b></p>
---

(Fuente: elaboración propia).

## **5.6.2 Contraste de las hipótesis de la proposición general 2**

La proposición general 2 plantea el estudio del incremento de participación en la vida social de la empresa a través de medios electrónicos. Se propone analizar tanto el incremento de la participación mediante el incremento de la asistencia a las Juntas de accionistas como el incremento de la participación mediante el voto de las propuestas presentadas en las Juntas, sin analizar el sentido del voto (ver 5.32). La evidencia empírica demuestra que el hecho de que las empresas pongan a disposición de sus accionistas herramientas electrónicas para que participen desde cualquier lugar que se encuentren, ha favorecido el voto en las Juntas.

Los datos recogidos muestran en las empresas que tienen la opción de voto electrónico, éste es utilizado por algunos accionistas. Resulta llamativo el caso de Endesa con una participación mediante este medio de 105 accionistas, que representan 84.847 acciones un porcentajes 0,008%.

**Tabla 5.32 Tabla de las hipótesis analizadas.**

Incremento de la asistencia	+(H2.a)
Incremento del voto	+(H2.b)

(Fuente: elaboración propia).

La evidencia empírica muestra tanto en el análisis de correlación como los modelos de regresión y el análisis de posicionamiento que la variable VOTOELECTRÓNICO es representativa para la participación en la vida social de la empresa. Mientras que la variable ASISTENCIA no resulta influyente y por tanto, no se puede aceptar en los términos propuestos en esta Tesis (ver tabla 5.33).

**Tabla 5.33 Resultados de las hipótesis de la proposición general 2.**

Incremento de la asistencia	+(H2.a)	No aceptada
Incremento del voto	+(H2.b)	Aceptada

(Fuente: elaboración propia).

Estos resultados llevan a la conclusión recogida en la tabla 5.34

**Tabla 5.34 Verificación de la proposición general 2.**

<p><b>PROPOSICIÓN GENERAL 2: El gobierno corporativo electrónico se relaciona positivamente con la participación de la vida social de la empresa</b></p> <p><b>Aceptada parcialmente</b></p>
--

(Fuente: elaboración propia).

### 5.6.3 Contraste de las hipótesis de la proposición general 3

El contraste de esta proposición relativa a la capitalización está confirmado por el análisis de correlación, el análisis de regresión y el análisis de posicionamiento. La capitalización de la empresa, es una de las variables más importantes para el desarrollo del gobierno corporativo electrónico, lo cual está en consonancia con los análisis empíricos realizados anteriormente (Ettredge et al., 2002a; Xiao et al., 2004; Bonsón y Escobar, 2006).

Estos resultados permiten confirmar la hipótesis de manera total (ver tabla 5.35.)

Tabla 5.35 Verificación de la proposición general 3.

<p><b>PROPOSICIÓN GENERAL 3: La confianza proporcionada por la empresa a través de Internet se relaciona con su capitalización</b></p> <p><b>Aceptada totalmente</b></p>
--

(Fuente: elaboración propia).

### 5.6.4 Contraste de las hipótesis de la proposición general 4

Tomando como supuesto de visibilidad la frecuencia e intensidad de las noticias con la que aparecen noticias relacionadas con una compañía (Gandía y Andrés, 2005), en este caso, en Internet. Los resultados obtenidos muestran que la variable CAPITALIZACION es la que resulta relevante a la hora de medir la visibilidad de la empresa. Esto parece indicativo de que las empresas, aunque no de forma intensiva, están utilizando Internet como un canal más de comunicación relacional, que probablemente en el futuro cercano se tienda a su generalización a otras empresas más pequeñas.

Lo mismo ocurre en el caso de las recomendaciones de los analistas. Internet es un canal más de información a través del cual los analistas recogen información de las empresas que utilizan para realizar su trabajo y posteriormente, difunden los resultados que obtienen de sus análisis pero de forma selectiva. Afectando sólo a las empresas de mayor capitalización, como en el caso de las noticias.

Los resultados obtenidos no permiten aceptar en su totalidad las hipótesis propuestas (ver tabla 5.36).

Tabla 5.36 Resultados de las hipótesis de la proposición general 4.

Visibilidad de la empresa	+(H4a)	Aceptada parcialmente
Recomendaciones positivas	+(H4b)	Aceptada parcialmente

(Fuente: elaboración propia).

Estos resultados, por tanto, llevan a aceptar sólo parcialmente la proposición planteada (ver tabla 5.36)

Tabla 5.37 Verificación de la proposición general 4.

<p><b>PROPOSICIÓN GENERAL 4: el gobierno corporativo electrónico proporciona mayor visibilidad a la empresa.</b></p> <p><b>Aceptada parcialmente</b></p>
--

(Fuente: elaboración propia).

## Capítulo 6 Conclusiones

Este último capítulo tiene como finalidad exponer las principales conclusiones del presente trabajo, algunas de las cuales ya se han enunciado con anterioridad de forma provisional. Para ello, en primer lugar se comentarán los resultados obtenidos en el apartado anterior.

La pregunta que dio origen a esta Tesis fue formulada en la presentación en los siguientes términos:

### **¿Pueden las empresas mediante el uso de Internet proporcionar confianza a los accionistas?**

Con el fin de responder a esta cuestión, nos planteamos tres objetivos básicos. En primer lugar, analizar el estado del arte en el desarrollo del gobierno corporativo electrónico, mediante el estudio de los códigos de buen gobierno y la legislación existente en esta materia. En segundo lugar desarrollar el marco teórico adecuado que de respuesta al planteamiento realizado y, en tercer lugar, identificar y medir los indicadores sobre gobierno corporativo electrónico que influyen en la confianza de los accionistas e inversores.

Respecto al primer objetivo, la revisión de la literatura en materia de gobierno corporativo y los avances realizados en los códigos de buen gobierno, especialmente, respecto a la utilización de la tecnología de Internet, ha permitido proponer la necesidad de un nuevo modelo de gobierno de la empresa para generar confianza.

En cuanto al segundo objetivo, la revisión de la doctrina y evidencia empírica existente, tanto en la teoría de agencia, como en el enfoque de confianza, ha permitido desarrollar un marco conceptual sobre el cual fundamentar el análisis de la cuestión planteada. Mientras que en la teoría de la agencia existe mucha evidencia empírica sobre los problemas que subyacen entre propietarios y directivos, no ocurre así en el enfoque de confianza, donde existe aún poca evidencia entre el vínculo accionistas-empresa-confianza. A este eje, en esta investigación hay que sumarle la tecnología de Internet, lo que dificulta aún más encontrar investigaciones previas en esta materia.

El tercer objetivo, intenta explicar si las empresas pueden proporcionar confianza a través de Internet, y si pueden hacerlo, cuales son las características de las empresas que lo hacen y si ello repercute en la participación y la visibilidad de la empresa.

Para contrastar el modelo específico planteado, se ha desarrollado un índice de medición de la confianza, basándonos en los modelos de confianza existentes (Kramer y Tyler, 1998); García-Marzá, 2004), con 95 indicadores de medición agrupados en cinco dimensiones. Para medir la confianza en las empresas del mercado español se seleccionó una muestra de todas las empresas que habían estado cotizando en el

mercado continuo con una capitalización superior a 200 millones de euros. Fue necesario, además de analizar en profundidad las web de las empresas, hablar con las oficinas de los accionistas y dirigirnos a las Bolsas y a la Comisión del Mercado de Valores.

Una vez recogida la información se comprueba la idoneidad del tratamiento estadístico de las variables y finalmente, se procede a contrastar las hipótesis planteadas para cada proposición general, utilizando métodos multivariantes. Los resultados obtenidos de para cada proposición general, de forma resumida se muestran en la tabla 6.1:

**Tabla 6.1 Resumen de los resultados obtenidos del modelo propuesto.**

PROPOSICIÓN GENERAL 1: El gobierno corporativo electrónico proporciona confianza en la empresa.	Acceptada parcialmente
PROPOSICIÓN GENERAL 2: El gobierno corporativo electrónico se relaciona positivamente con la participación de la vida social de la empresa.	Acceptada parcialmente
PROPOSICIÓN GENERAL 3: La confianza proporcionada por la empresa a través de Internet se relaciona con su capitalización.	Acceptada totalmente
PROPOSICION GENERAL 4: el gobierno corporativo electrónico proporciona mayor visibilidad a la empresa.	Acceptada parcialmente

(Fuente: elaboración propia).

Los resultados obtenidos, tras los análisis realizados, permiten plantear las siguientes conclusiones:

1. Los códigos de buen gobierno corporativo proporcionan medios para controlar las prácticas manipuladoras, contribuyendo a mejorar la transparencia y calidad de la información financiera proporcionada por la empresa y, en definitiva, velando por los intereses de los accionistas, cuya implicación en tareas de supervisión y control de la gerencia disminuye conforme aumenta el grado

de dispersión del capital. Pero, no es una condición suficiente para crear confianza.

2. La confianza y crea y se mantiene a lo largo del tiempo, cuando se puede establecer un marco adecuado entre las partes basado en las dimensiones de legalidad, transparencia, credibilidad, compromiso social y diálogo.
3. Se confirma que las empresas que desarrollan un adecuado modelo de gobierno electrónico, proporcionan más confianza al mercado y a los accionistas que aquellas que no lo hacen. Ahora bien, también queda patente que no todas las empresas están actuando de la misma manera, y por tanto, el nivel de confianza existente hacia las empresas es distinto.
4. El modelo obtenido muestra que las empresas más confiables para los accionistas son aquellas con mayor capitalización, que están presentes en más de un mercado y que ponen a disposición de los accionistas medios electrónicos para su participación. Estos resultados son igualmente corroborados por la matriz de posicionamiento.
5. El hecho de que las empresas puedan proporcionar a los accionistas más medios electrónicos para su participación en la vida social encuentra obstáculos legales, que deberán solucionarse en el corto plazo para seguir avanzando en esta línea.
6. A priori, no se puede aceptar totalmente la proposición planteada, puesto que los datos no muestran variaciones en la asistencia, precisamente debido a la problemática legal existente. De todos modos, aunque ahora esta investigación es un paso inicial, se considera un tema muy interesante a desarrollar en futuras investigaciones
7. La investigación ha corroborado en todos los análisis estadísticos planteados que la capitalización, como ya se proponía, es una variable que influye en gran manera para proporcionar confianza a los accionistas.
8. En cuanto a la visibilidad, aunque era una proposición derivada, no se puede corroborar en su totalidad que las empresas que proporcionan más confianza son las más visibles en Internet. Aunque sí se puede decir que las empresas de mayor capitalización son las que más noticias tienen en Internet en los principales buscadores.
9. En cuanto a los analistas profesionales, se confirma el hecho de que las recomendaciones positivas son de las empresas de mayor capitalización, pero no se puede confirmar que sea por el uso que las empresas están haciendo de Internet. Aunque, en este caso no se puede confirmar que sea así, investigaciones anteriores han puesto de manifiesto que los analistas no utilizan Internet, ni para

obtener información (Gandia y Andrés, 2005), ni para proporcionarla. Si lo hacen es de forma residual.

## **6.2 Limitaciones y aportaciones de la Tesis**

Una vez analizadas las conclusiones anteriores, los resultados obtenidos de esta investigación deben ser valorados teniendo en cuenta las limitaciones asociadas al mismo.

### **6.2.1 Limitaciones**

Las principales limitaciones, que se pueden denominar genéricas al ser común a todos los estudios similares, se refieren al método utilizado para la recogida de información y la generalización de los resultados obtenidos.

En este caso, la recogida de información es de fuentes secundarias, aunque se ha complementado con preguntas abiertas directas y específicas a cada empresa mediante la técnica de la entrevista telefónica o el correo electrónico. Gracias a este método se ha conseguido acceder a una población objetivo geográficamente dispersa.

La segunda limitación en cuanto a la generalización de los resultados obtenidos y las conclusiones derivadas de los mismos no son extensivos a la totalidad de las empresas que cotizan en la Bolsa española, sino que sólo se puede generalizar a la población objetivo.

Asimismo, otra limitación específica de este trabajo es la forma en que se han medido las variables. Acerca de esta limitación, la forma en que se han medido las hipótesis puede condicionar el contraste de las hipótesis. La literatura existente no proporciona medidas para todas las variables, y cuando se concreta una medición no siempre ha sido desarrollada con el propósito con el que se ha utilizado en este análisis. De ahí que se hallan tenido que crear o adaptar las medidas y variables utilizadas en los trabajos empíricos previos, tomando como referencia aquellos en los que se habían obtenido buenos resultados en los análisis de fiabilidad y validez.

A pesar de las limitaciones expuestas es posible extraer de esta investigación una serie de aportaciones académicas y prácticas que se van a exponer a continuación.

## 6.2.2 Aportaciones académicas y prácticas

Las contribuciones que esta Tesis puede aportar tienen dos vertientes académicas y prácticas. Entre las aportaciones académicas se pueden destacar como más relevantes las siguientes:

- La primera aportación es el modelo de comportamiento del gobierno de la empresa desarrollado, lo que se ha llamado modelo "estratégico-tecnológico-social".
- La segunda aportación es el marco teórico desarrollado, el cual permite un análisis en profundidad de la del gobierno de la empresa desde el enfoque de confianza. Debido a que la gran parte de la literatura se ha centrado en el estudio del gobierno de la empresa desde el enfoque de la teoría de agencia y teoría de los costes de transacción.
- La tercera aportación tiene que ver con la creación del modelo teórico del índice de confianza que incorpora el modelo ampliado de las dimensiones desarrollado por García-Marzá (2004), el cual incorpora las preocupaciones sociales y la evaluación del comportamiento ético de la empresa.
- La cuarta aportación es la elaboración de un modelo de medición específico que tiene en cuenta, no sólo los contenidos de la empresa, sino que incorpora el diseño de la página web, los aspectos técnicos, los aspectos funcionales y las herramientas de comunicación.

En cuanto a las aportaciones prácticas se pueden señalar las siguientes:

- Las empresas pueden hacer un autoanálisis de su propia situación en Internet, con la utilización del índice que le sirva como herramienta de mejora. Tanto en lo que tiene que ver con los aspectos evaluados que la empresa incorpora o debe incorporar si no los tiene, como en cuanto a su posicionamiento respecto a las empresas de sus mismas características.
- Las empresas pueden utilizar esta investigación para conocer que aspectos de la información que se proporciona por Internet son los más valorados por los analistas financieros.
- Otra aportación a destacar es el hecho de que desde la perspectiva del tercero interesado, cualquier inversor con el modelo propuesto puede medir el esfuerzo que la empresa está haciendo por usar la tecnología de Internet para proporcionar confianza.
- Una contribución novedosa, tiene que ver con la medición de la participación de los accionistas en la vida social de la empresa, que ha puesto de manifiesto la necesidad de modificar la legislación mercantil vigente para su desarrollo pleno.

- Además, este modelo puede servir de base para la medición de la confianza de otros grupos de interés específicos de la empresa mediante la adaptación de los indicadores del modelo y de algunas de las variables de medición.
- Finalmente, este análisis ha puesto la necesidad que tienen las empresas de desarrollar el modelo "estratégico-tecnológico-social", por medio del desarrollo de herramientas de comunicación activas (foros, chats) o pasivas (boletín electrónico); participación (voto electrónico, Junta online, discusión online) y colaboración (asociaciones online, web del consejo) con todos sus grupos de interés.

### 6.3 Futuras líneas de Investigación

La finalización de una Tesis Doctoral no debe suponer el término del proceso investigador, sino que debe ser considerada la base sobre la que poder desarrollar una línea de investigación, como es, en ese caso, la medición de la confianza que el gobierno corporativo electrónico proporciona.

En este sentido, se proponen varios desarrollos de esta línea de investigación a considerar en el futuro:

- Revisar y perfeccionar las escalas de medida utilizadas para las diferentes variables incluidas en el modelo desarrollado.
- Utilizar otras muestras para poder conseguir una mayor generalización de los resultados.
- Ampliar el modelo específico a otros colectivos como los inversores institucionales y a otros mercados.
- Analizar con mayor profundidad el mayor activismo inversor y transparencia en el sistema de delegación de votos, para verificar que los accionistas están rompiendo con la apatía.
- Analizar los mecanismos de tutela de los inversores ante situaciones concursales de los servicios de inversión a través del Fondo de Garantía de Inversiones respecto a las consecuencias en la confianza.
- Realizar el estudio del gobierno de las empresas en España desde la perspectiva de género.
- Incorporar nuevas dimensiones o variables objeto de estudio.
- Analizar los resultados que en el gobierno corporativo de las empresas tendrán las recomendaciones del Código Unificado y la ley de igualdad.
- Utilizar otras metodologías de análisis, especialmente, la encuesta.
- Avanzar en la verificación de la participación en los derechos sociales de la empresa por el uso de medios electrónicos.

## **Capítulo 7 Referencias Bibliográficas**

- ABASCAL, J. (2003). Accesibilidad a Interfaces Móviles para Computación Ubicua Relativa al Contexto. Tendencias actuales en la IPO: accesibilidad, adaptabilidad y nuevos paradigmas. XIII Escuela de Verano Univ. Castilla-La Mancha.
- ABASCAL, J. (2002). Interacción Persona-Computador y Discapacidad, Revista Minusval, número especial dedicado a la "Discapacidad y las Nuevas Tecnologías", pp. 18-21. Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.
- ADELL, R. (2002). "El papel de los directivos en el buen gobierno y en el liderazgo público de las empresas". Dirección y Progreso, nº 184, pp. 61-64.
- AICPA. (1994). Improving business reporting — A customer focus: meeting the information needs of investors and creditors. Informe del Comité Especial en Reporte Financiero. Nueva York: American Institute of Certified Public Accountants.
- AGLIETTA, M. (2000). "Shareholder value and corporate governance some tricky questions". *Economy and Society*, 29, pp. 146-159.
- AGRAWAL, A. y KNOEBER, C.R. (1996). "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, (3), pp. 377-397.
- AITKEN, M.; HOOPER, C. y PICKERING, J. (1997). "Determinants of voluntary disclosure of segment information: a re-examination of the role of diversification strategy". *Accounting & Finance*, 37, (1), pp. 89-109.
- ALBA, C.; ZUBILLAGA, A y RUIZ, N. (2003). "Educación Superior y discapacidad: Accesibilidad de las páginas web de las universidades estatales." *Comunicación y Pedagogía*, 188, pp. 25-30.
- ALBA, J.; LYNCH, J.; WEITZ, B.; JANISZEWSKI, C.; LUTZ, R.; SAWYER, A. y WOOD, S. (1997). "Interactive Home Shopping". *Journal of Marketing*, 61, pp. 35-51.
- ALCHIAN A. y DEMSETZ H. (1972). "Production, information cost and economic organization". *American Economic Review*, 7, (3), pp. 266-287.
- ALDAMA Y MIÑÓN, E. (2004). El gobierno de las sociedades y la transparencia. En BUENO CAMPOS, E.

- (ed). El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza. Editorial Pirámide. Madrid.
- ALLAM, A. y LYMER, A. (2003). "Developments in Internet financial reporting: review and análisis across five developed countries". *The Journal of Digital Accounting Research*, 3, pp. 241-257.
- ÁLVAREZ DE MOON, S. (1998). La empresa humanista y competitiva. Editorial Deusto. Bilbao.
- AMERNIC, J. y MAIOCCO, M. (1981). "Improvements in disclosure by Canadian public companies". *Cost Management*, 8, pp. 16-20
- AMIR, E. y LEV, B. (1996). "Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry". *Journal of Accounting and Economics*, 22, (1-3), pp. 3-30.
- AMIHUD, Y. y LEV, B. (1981). "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers". *Bell Journal of Economics*, 12, pp. 605-617.
- ANG, J. S.; COLE, R.A. y WUH LIN, J. (2000). "Agency cost and ownership structure". *Journal of Finance*, 55, (1), pp. 81-106.
- ANDERSON, E. y WEITZ, B. (1992). "The Use of Pledges to Build and Sustain Commitment in Distribution Channels". *Journal of Marketing Research*, 29, (1), pp. 18-34.
- ANDERSON, E. y WEITZ, B. (1989). "Determinants of continuity in conventional industrial channel dyads". *Journal of Marketing Research*, 31, (3), pp. 125-143.
- ANDERSON, E. y NARUS, J.A. (1991). "Partnering as a Focused Market Strategy". *California Management Review*, 33, (3), pp. 95-113.
- ANGCLIDES, M.C., (1997). 'Implementing (he Internet for business: A global Marketing Opportunity". *International Journal of Information Management*, 17, (6), pp.405-419.
- AOKI, M. (1984). The co-operative game theory of the firm. Clarendon. Oxford.
- APEL, K. O. (1985). Transformación de la filosofía. Editorial Taurus. Madrid.
- ARIELY, D. (2000). "Controlling the Information Flow: Effects on Consumers. Decision Making and Preferences". *Journal of Consumer Research*, 27, (2), pp. 233-248.

- ARROW, K. (1984). "The Economics of Agency". Department of Economics, Stanford University, Mimeo.
- ARROW, K. (1974). *The limits of the organization*. Norton, Nueva York.
- ARRUÑADA, B. (1988) *Economía de la empresa. Un enfoque contractual*. Editorial Ariel Economía. Madrid.
- ASHBAUGH, H.; JONHSTONE, K.M. y WARFIELD, T.D. (1999). "Corporate reporting on the Internet". *Accounting Horizons*, 13, pp. 241-257.
- AXELROD, R. (1984). *The evolution of cooperation*. Basic Books. Nueva York.
- AZOFRA PALENZUELA, V. (2004). *El Gobierno de la Empresa en perspectiva internacional*. En BUENO CAMPOS, E. (ed). *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*. Editorial Pirámide. Madrid.
- AZOFRA, V.; DE ANDRÉS, P y LÓPEZ, F. (1999). *Corporate Borrads in OECD countries: composition, comité structure and effectiveness*. Mimeo, Universidad de Valladolid.
- AZOFRA, V.; DE ANDRÉS, P.; LÓPEZ, F. y RODRIGUEZ, J. M. (1998). *The effects of alternative financial system models on corporate governance*. En FALZON y GARDENER (Eds.) *Strategic challenges in European banking*. MacMillan. Paris.
- BA, S. y PAVLOU, P.A. (2003). "Evidence of the effect of trust building technology in electronic markets: Price premiums and buyer behavior". *Managemet Information Systems Quarterly*, 26, (3), 243–268.
- BAAS, S. (1997). "Participatory institucional development". Conference in Gansu. China.
- BABÍO ARCA, R. y MUÍÑO VÁZQUEZ, M.F. (2000). "Compliance with the Olivencia Code: Changes Observed in Spanish Companies Disclosure Policy". Comunicación presentada al 23 Congreso annual de la EAA, Munich. Alemania
- BACHRACH, P. (1973). *Crítica a la teoría elitista de la democracia*. Editorial Amorrortu. Buenos Aires.
- BAGOZZI R. y PHILLIPS, L. W. (1991). "Assessing Construct Validity in Organizational Research," *Administrative Science Quarterly*, 36, (3), pp. 421–58.
- BAGOZZI R. y YOUJAE, Y. (1988). "On the Evaluation of Structural Equations Models," *Journal of the Academy of Marketing Science*, 16, (1), pp. 74–94.

- BAHMANZIARI, T.; PEARSON, M. y Crosby, L. (2003). "Is trust important in technology acceptance? A policy capturing approach". Proceedings of the Hawaii International Conferences on System Sciences, Hawaii. Disponible en [http://www.cs.jmu.users/prietorx/HICSS36/Minitrack14/CFP\\_papers.htm](http://www.cs.jmu.users/prietorx/HICSS36/Minitrack14/CFP_papers.htm)
- BAIER, A. (1986). "Trust and antitrust". *Ethics*, 96, pp. 231-260.
- BAINBRIGDE, S.M. (1993). "Independent directors and the corporate governance project". *George Washington Law Review*, 61, pp.1034-1083.
- BAKER, G.; GIBBONS, R. y MURPHY, K. J. (2002). "Relational contracts and the theory of the firm". *Quartely Journal of Economics*, 117, pp. 39-84.
- BALL, R., BROWN, P. (1968). "An empirical evaluation of accounting income numbers". *Journal of Accounting Research*, 7, (3), pp. 159-178.
- BARCLAY, D.W., y SMITH, J.B. (1997). "The effects of organizational differences and trust on the effectiveness of selling partner relationships". *Journal of Marketing*, 61, (1), pp. 3-22.
- BARON, R.M. (2001). "Private politics, corporate social responsibility and integrated strategy". *Journal of Economics and Managerial Strategy*, 10, (1), pp. 7-45.
- BARON, R.M. y KENNY, D.A. (1986). "The Moderator Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations". *Journal of Personality and Social Psychology*, 51, (6), pp. 1173-1182.
- BARBER, B. (1983). *The logic and limits of trust*. Rutgers University Press. New Brunswick.
- BARNARD, C. I. (1938). *The functions of the executive*. Harvard University Press. Boston.
- BARNEA, A.; HSUGEN, R. A. y SENBET, L. W. (1985). *Agency problems and financial contracting*. Prentice Hall, New Jersey.
- BATJARGAL, B. (2003). "Social Capital and Entrepreneurial Performance in Russia: a longitudinal study". *Organization Studies*, 24, (4), pp. 534-556.
- BAUER, H.H.; GREETHER, M. y LEACH, M. (2002). "Building Customer Relations over Internet". *Industrial Marketing Management*, 31, (2), pp. 155-163.
- BAUMOL, W. (1959). *Business behaviour. Value and Growth*. McMillan. Nueva York.

- BAZLEY, M.; BROWN, P. y IZAN, H. Y. (1985). "An analysis of lease disclosures by Australian companies". *Abacus*, 21, (1), pp. 44–63.
- BEASLEY, M.S. (1996). "An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Directors Composition and Financial Statement Fraud". *The Accounting Review*, 71, (4), pp. 443-465.
- BEATTIE, V. y PRATT, K. (2003). "Issues Concerning Web-Based Business Reporting: An Analysis of the Views of Interested Parties". *The British Accounting Review*, 35, pp. 155–187.
- BEBCHUK, L.; STOLE, L. (1993). "Do Short-Term Objectives Lead to Under- or Overinvestment in Long-Term Projects?". *Journal of Finance*, 78, (2), pp. 719-729.
- BECKER, H. S. (1960). "Notes on the Concept of Commitment". *American Journal of Sociology*, 66, (1), pp.32-40.
- BECKER, C. L.; DEFONT, M. L.; JIAMBALVO, J. y SUBRAMANYAM, K.R. (1998). "The effect of audit quality on earnings management". *Contemporary Accounting Research*, 15, pp. 1-24.
- BELANGER, F.; HILLER, J. y SMITH, W.J. (2002). "Trustworthiness in Electronic Commerce: The Role of Privacy, Security, and Site Attributes," *Journal of Strategic Information Systems*, 11, pp. 245–70.
- BELANGER, F. y HILLER, J. (2005). "A framework for e-government: Privacy implications". *Business Process Management Journal*, 11, pp. 57-81.
- BERGER, P.G. y OFEK, E. (1995). "Diversification's effect on firm value". *Journal of Financial Economics*, 37, (1), pp. 39-65.
- BERLOF, E. (1997). "Reforming Corporate Governance: Redirecting the European Agenda". *Economic Policy*, 12, pp. 91-123.
- BERLE, A. A. y MEANS, G. C. (1968). *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace & World, Nueva York. (e.o. de 1932).
- BERLE, A. (1958). *La revolución capitalista del siglo XX*. Editorial Vergara, Barcelona.
- BERRY, L.L. (1995). "Relationship Marketing of Services: Growing Interest, Emerging Perspectives". *Journal of the Academy of Marketing Science*, 23, (4), pp. 236-245.
- BETCHT, M (2000). "Strong Blockholders, Weak Owners and the need for European Mandatory Disclosure". En

European Corporate Governance Network. The separation of Ownership and Control: A Survey of seven European Countries. Preliminary Report to the European Commission. Bruselas.

BETMAN, J.R. (1973). "Perceived Risks and Its Components: A Model and Empirical Test". *Journal of Marketing Research*, 10, pp. 184–190.

BEVAN, N. (2003). *UsabilityNet Methods for User Centred Design*. Human-Computer Interaction: theory and Practice (volume 1). Lawrence Erlbaum Associates. Disponible en Internet: <http://www.usabilitynet.org/tools/13407stds.htm>

BEVAN, N. (2000). Stakeholder meeting. Serco Usability Services Research. Disponible en Internet: <http://www.usability.serco.com/trump/methods/recommended/stakeholder.htm>

BHATTACHERJEE, A. (2002). "Individual trust in online firms: Scale development and initial test". *Journal of Management Information Systems*, 19, (1), pp. 211–241.

BIANCO, W. T. (1994). *Trust: representatives and constituents*. University of Michigan Press. Michigan.

BIDAULT, F. y CUMMINGS, T. (1996). "Los beneficios ocultos de las alianzas". *Expansión*, Nuevas ideas del management, 19, pp. 2-3.

BISWAS, D. y BISWAS, A. (2004). "The Diagnostic Role of Signals in the Context of Perceived Risks in Online Shopping: Do Signals Matter More on the Web?" *Journal of Interactive Marketing*, 18, (3), pp. 30–45.

BIZJAK, J.; MARQUETTE, C. (1998). "Are shareholders proposals all bark and no bite? Evidence from shareholder resolutions to rescind poison pills". *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 33, (4), pp. 499-521.

BLACK, B. (1992). "The value of institutional investor monitoring: The empirical evidence". *UCLA Law Review*, vol. 39, pp. 895-939.

BLAIR, M. (1999). *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty- First Century*. The Brookings Institution, Washington.

BOLSA DE MADRID (2005). Clasificación Sectorial de las empresas. Disponible en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

BOLLEN, L; HASSINK, H. y BOZIC, G. (2006). "Measuring and explaining the quality of Internet investor relations activities: a multinational empirical analysis". *International Journal of Accounting Information Systems*, 7, pp. 273–298.

- BONACHE, J. (1999). "El estudio de casos como estrategia de construcción teórica: características críticas y defensas". Cuadernos de Economía y Dirección de Empresas, 3, pp. 123-140.
- BONSÓN E. y ESCOBAR, T. (2006). "Digital Reporting in eastern Europe: An empirical studies". International Journal of Accounting Information Systems, 7, pp. 299–318.
- BONSÓN E. y ESCOBAR, T. (2002). "A survey on voluntary disclosure on the Internet. Empirical evidence from 300 European Union companies". Intenational Journal Digital Accounting Research, 2, (1), pp. 27–53.
- BONSON, E.; ESCOBAR, T. y SANCHEZ, M. (2000) "Corporate digital reporting in Europe. A survey on Eurostoxx50 companies". 3rd European Conference in Accounting Information System. Munich.
- BOLTON, G. E. y KATOK, E. (2004). "How Effective Are Electronic Reputation Mechanisms?An Experimental Investigation". Management Science, 50, (11), pp. 1587–1602.
- BORMANN, E. G.; HOWELL, W. S., NICHOLS, R. G. y SHAPIRO, G. L. (1982). Interpersonal communication in the modern organization (2nd ed.). Prentice- Hall. Englewood Cliffs, Nueva Jersey.
- BOTOSAN, C. A. (2000). "Evidence that greater disclosure lowers the cost of equity capital". Journal of Applied Corporate Finance, 12, pp. 60-69.
- BOTOSAN, C. A. (1997). "Disclosure level and the cost of equity capital". Accounting Review, 72, (3), pp. 323–349.
- BOURDIEU, P y WACQUANT, L. (1992). An invitation to reflexive sociology. University of Chicago Press. Chicago.
- BRADACH, J. L. y ECCLES, R. G. (1989). "Price, authority and trust. From ideal types to plural forms". Annual Review of Sociology, 1, pp. 97-118.
- BRADBURY, M. E., MAK, Y.T y TAN, S. M. (2002). "Board characteristics, audit committee characteristics and abnormal accruals". Journal of Accounting and Economics, 33, (3), pp. 375-400. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=535764>.
- BRASE, G.L. (2001). "Markers of social group membership as probabilistic cues in reasoning tasks". Thinking and Reasoning, 7, (4), pp. 313–346.
- BRENNAN, M. J. y TAMAROWSKY, C. (2000). "Investor relations, liquidity and stock prices". Journal of

- Applied Corporate Finance, 12, pp. 26-37.
- BREWER, M. B. (1979). "Ingroup bias in the minimal intergroup situations: A cognitive motivational analysis". Psychological Bulletin, 86, pp. 307-324.
- BREWER, M. B. Y KRAMER, R. M. (1986). "Choice behavior in social dilemmas: effects of social identify, group size and decision framing". Journal of Personality and Social Psychology, 50, pp. 543-549.
- BRICKLEY, J.; LEASE, R.C.; SMITH, C.W. (1988). "Ownership structure and voting on antitakeover amendments". Journal of Financial Economics, 20, pp. 267-291.
- BRINK, T.; GERGLE D. y WOOD, S.D. (2002). Design Web Sites that Work: Usability for the Web. Morgan-Kaufmann. San Francisco.
- BROWN, P. G. (1994). Restoring the public trust. Beacon. Boston.
- BROWN, J. y DUGUID, P. (1998). "Organizing Knowledge". California Management Review, 40, (3), pp.90-111.
- BUENO CAMPOS, E. (2005). Curso básico de Economía de la Empresa. Un enfoque de organización. 4ª edición. Editorial Pirámide. Madrid.
- BUENO CAMPOS, E. (Ed.) (2004). El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza. Editorial Pirámide. Madrid.
- BUENO CAMPOS, E. (2002) "Códigos de buen gobierno: situación actual y posibles reformas". Dirección y Progreso, 184, pp. 31-37.
- BUENO CAMPOS, E. (1998). "El gobierno de las sociedades (consejos y consejeros: presente y futuro". Instituto Universitario Euroforum Escorial. Madrid.
- BUENO CAMPOS, E. (1993). Dirección estratégica de la empresa. Editorial Pirámide. Madrid.
- BUENO CAMPOS, E. (1974). El sistema de información en la empresa. FIES. Madrid.
- BUENO CAMPOS, E.; ARAGÓN CORREA, A.; GARCÍA MORALES, V. (2001). "El Capital Intangible frente al Capital Intelectual de la empresa desde la perspectiva de las capacidades dinámicas". XI Congreso Nacional de ACEDE, Zaragoza.

- BUENO CAMPOS, E. y MORCILLO ORTEGA, P. (1993) La dirección eficiente 2ª edición. Editorial Pirámide. Madrid.
- BUENO CAMPOS, E.; MORCILLO ORTEGA, P y SALMADOR SANCHEZ; M: P. (2006). Dirección estratégica. Nuevas perspectivas teóricas. Editorial Pirámide. Madrid.
- BUENO CAMPOS, E. y RODRIGUEZ POMEDA, J. (2007). "On knowledge, networks, social capital and trust in innovation environments." Paper pendiente de publicación.
- BUENO CAMPOS, E.; RODRIGUEZ SANCHEZ, O; SALMADOR SANCHEZ; M: P. (2004). "The role of social capital in today's economy: empirical evidence and proposal of a new model of intellectual capital." *Journal of Intellectual Capital*, 5, (4), pp.556-574.
- BUENO CAMPOS, E.; RODRIGUEZ SANCHEZ, O; SALMADOR SANCHEZ; M: P. (2002). "El capital social en la sociedad del conocimiento. Estado del arte y evidencia empírica." XII Congreso Nacional de ACEDE. Zaragoza.
- BUJAKI, M. y McCONOMY, B.J. (2003). "Corporate governance: factors influencing voluntary disclosure by publicly traded Canadian firms". *Canadian Accounting Perspectives*, 1, pp.105-139.
- BULLEN, P. y ONYX, J. (1998). "Measuring social capital in five communities in NSW". Working Paper Series, nº 41. University of Technology. Sidney.
- BURKART, M.; GROMB, D. y PANUNZI, F. (1997). "Large Shareholders, monitoring, and the value of the firm". *Quarterly Journal of Economics*, agosto, pp. 692-728.
- BURT, R.S. (1992). *Structural holes: The social structure of competition*. Harvard University Press, Cambridge.
- BURT, R.S. (1997). "The contingent value of social capital". *Administrative Science Quarterly*, 42, pp. 339-365.
- BURT, R..S. y KNEZ, M. (1995). "Kinds of third-party effects on trust". *Rationality and Society*, 7, pp. 255-292.
- BUSHEE, B.J.; MATSUMOTO, D.A.; MILLER, G.S. (2003). "Open conferencecalls: the determinants and effects of broadening access to disclosure". *Journal of Accounting and Economics*, 34, pp. 149-180.
- BUTLER, J. K., Jr. (1991). "Toward understanding and measuring condition of trust: evolution of conditions of trust inventory". *Journal of Management*, 17, (3), pp.643-663.
- BUTLER, J. K., Jr. y CANTRELL, R. S. (1894). "A behavior decision theory approach to modeling dyadic trust

- in superiors and subordinates". *Psychological Report*, 55, pp. 19-28.
- CAMERON, M. (1999). "Content that Works on the Web". *Target Marketing*, 1, pp. 22-58.
- CAPRIOTTI, P. (1992). *La imagen de empresa. Estrategia para una comunicación integrada*. Consejo superior de relaciones públicas de España. Barcelona.
- CARLIN, E. y MAYER, C. (1998). "Finance, investment & growth". Trabajo presentado en el II Seminario del Banco Catalán de Finanzas, octubre. Sitges.
- CARRASCOSA, J.L. (1992). *Comunicación. Una comunicación eficaz para el éxito en los negocios*. Ciencias de la Dirección. Madrid.
- CARROLL, J. (2000). *Making use: Scenario-based design of human-computer interactions*. MIT Press. Cambridge, Massachusetts.
- CASANUEVA, C. y GALAN, J.L. (2003). *El Análisis de Redes Sociales a Partir de Datos Relacionales. Enfoques, Problemas y Métodos de Investigación en Economía y Dirección de Empresas*. ACEDE. Madrid.
- CASH, J.I. y KONSZYNSKI, B.R. (1986). "Los sistemas de información establecen nuevas fronteras competitivas". *Harvard-Deusto Business Review*, 2, pp. 47-57.
- CASTELLS, M. (2003). *La galaxia Internet. Reflexiones sobre Internet, Empresa y Sociedad*. Random House Mondadori. Editorial Debolsillo. Barcelona.
- CASTELLS, M., (1996). *The Rise of the Network Society*, Blackwell, Oxford.
- CHEUNG, N. S. (1983). "The contractual nature of the firm". *Journal of Law and Economics*, 36, pp. 1-21.
- CLAMPITT, P.G. (1991). *Communicating for Managerial Effectiveness*. Sage Publications. Newbury Park.
- COASE, R. (1937). *The nature of the firm*. *Economica*. Madrid.
- COFFEE, J. (1999). "The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications". *Northwestern University Law Review*, 93, pp. 641-708.
- COHEN, J. (1988). *Statistical power analysis for the behavioral sciences*, 2ª edición. Erlbaum, Hills-dale, Nueva Jersey.

- COHEN, J. y Cohen, P. (1975). Applied Multiple Regression/Correlation Analysis for the Behavioral Science. Erlbaum. Hillsdale.
- COHEN, D. y PRUSAK, L. (2001). In good company: how social capital makes organizations work. Harvard Business School Press. Boston.
- COLEMAN, J. (2001). Capital social y creación de capital humano. Editorial Zona Abierta. Madrid.
- COLEMAN, J. (1990). Foundation of social theory. Harvard University Press. Cambridge.
- COLEMAN, J. (1988). "Social Capital in the Creation of Human Capital," American Journal of Sociology, 94, (Supplemento), pp. S95-S121.
- COLES, J.W.; MCWILLIAMS, V.B y SEN, N. (2001). "An examination of the relationship of governance mechanisms to performance". Journal of Management, 27, pp. 23-50.
- COMISIÓN EUROPEA (2005). RECOMENDACIÓN DE LA COMISIÓN de 15 de febrero de 2005 relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de consejos de administración o de supervisión, aplicables a las empresas que cotizan en Bolsa. (2005/162/CE), Disponible en: [http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/es/oj/2005/l\\_052/l\\_05220050225es00510063.pdf](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/es/oj/2005/l_052/l_05220050225es00510063.pdf)
- COMITÉ CONTHE (2006). Informe del grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas. Consejo de Ministros. Madrid. Disponible en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)
- COMITÉ ALDAMA (2003). Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas. Consejo de Ministros. Madrid. Disponible en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)
- COMITÉ OLIVENCIA (1998): Informe del Comité Olivencia sobre el Gobierno de las Sociedades. Consejo de Ministros. Madrid. Disponible en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)
- COMITÉ CADBURY (1992): Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance. Gee Publishing Ltd, London.
- COMMENT, R. Y JARREL, G.A. (1995). "Corporate focus and stock return". Journal of Financial Economics, 37, (1), pp. 23-50.
- CONGER, J.; FINEGOLD, D. y LAWLER, E. (1998). "Appraising boardroom performance". Harvard Business Review, 74, pp. 136-148.

- CONSTANTINE, L.L. (1995). "Essential Modeling: Use Cases for user Interfaces.:ACM Interactions. Consumer, Retailer and Manufacturer Incentives to Participate in Electronic Marketplaces". *Journal of Marketing*, 61, pp. 38-53.
- COOK, J. y DEAKIN, S. (1999). "Stakeholding and corporate governance: theory and evidence on economic performance". Documento de trabajo, ESCR Centre for Business Research, Universidad de Cambridge. Cambridge.
- COOKE, T.E. (1989). "Voluntary corporate disclosure by Swedish companies". *Journal of International Financial Management and Accounting*, 1, pp 171-195.
- CORNER, D. y MAGNAN, M. (2003). "Exploring differences in social disclosures internationally: A stakeholder perspective". *Journal of Accounting and Public Policy*, 22, pp. 43–62.
- CORTINA, A. (2000). "El capital social: la riqueza de las naciones". *EL PAIS*, 12 de agosto.
- CORTINA, A. (1998). *Sociedad civil*. EVD. Estella. Navarra.
- CORTINA, A. (1995). *Ética comunicativa y sociedad solidaria*. Editorial Sígueme. Salamanca.
- CORTINA, A. (1993). *Ética aplicada y democracia radical*. Editorial Tecnos. Madrid.
- CORTINA, A.; CONILL, J.; DOMINGO, A. y GARCÍA-MARZÁ, D. (2003). *Ética de la empresa. Claves para una nueva cultura empresarial*. Editorial Trotta. Madrid.
- COUTIN, A. (2002). *Arquitectura de la Información para sitios Web*. Anaya Multimedia. Madrid.
- CRAVEN, B. M.; OTSMANI, B. (1999). Social and environmental reporting on the Internet by leading UK companies. 22st Annual Congreso de Contabilidad Europea. Bordeaux. France.
- CRAVEN, B. M. y MARSTON, C. L. (1999). "Financial reporting on the Internet by leading UK companies". *European Accounting Review*, 8, (2), pp. 321–33.
- CRAWFORD, M. T.; SHERMAN, S. J.; y HAMILTON, D. L. (2002). "Perceived entitativity, stereotype formation, and the interchangeability of group members". *Journal of Personality and Social Psychology*, 83, 5, pp. 1076–1094.
- CREED, W. E. D. y MILES, R. E. (1996). Trust in organizations: a conceptual framework linking organizational forms, managerial philosophies, and the opportunity costs of controls. En Kramer, R.M., Tyler, T.R.

- (Eds.), *Trust in Organizations: Frontiers of Theory and Research*, Sage Publications, London.
- CUERVO GARCÍA, A. (2004). El Gobierno de la Empresa. Un problema de conflicto de intereses. En BUENO CAMPOS, E. (ed). *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*. Editorial Pirámide. Madrid.
- CHAMBERLAIN, N. W. (1968). *Enterprise and Environment: The Firm in Time and Place*. Mc Graw Hill Book Co. Nueva York.
- CHANDLER A., (1962). *Strategy and Structure*. Reeditado en 1997: *Resources Firms and Strategies: A Reader in the Resource Based Perspective*. Nicolai J. Foss (Ed), Oxford University Press, New York.
- CHANG, H. (1997). "Democracy, diversity and social capital". *National Civic Review*, 86, (2), 127-135.
- CHARREAUX, G. (1998). "Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance des entreprises". *Sciences de Gestion*, 32, pp. 47-65.
- CHATMAN, J. y FLYNN, F. (2001). "The influence of demographic heterogeneity on the emergence of cooperative norms in work teams". *Academy of Management Journal*, 44, pp. 956-974.
- CHATTOPADHAYAY, P. (1999). "Beyond direct and symmetrical effects: The influence of demographic dissimilarity on organizational citizenship behavior". *Academy of Management Journal*, 42, (3), 273-287.
- 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*, 19, pp. 285-310.
- CHEN, C.R. y STEINER, T.L. (1999). "Managerial ownership and agency conflicts: a nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy and dividend policy". *Financial Review*, 34, pp. 119-136.
- CHESTING RESEARCH y STUDIO ARCHETYPE/SAPIENT REPORT (1999). *Ecommerce Trust Study*. Disponible en: <http://www.sapient.com/cheskin>.
- CHESKING L. y HESS, R. (1997). "Dimensions and Levels of Trust: Implications for Commitment to a Relationship". *Marketing Letters*, 8, (4), pp. 439-48.
- CHILDERS, T. L., CARR, CH. L., PECK, J. y CARSON, S. (2001). "Hedonic and utilitarian motivations for online retail shopping behavior". *Journal of Retailing*, 77, pp. 511-535.

- CHO, M. H. (1998). "Ownership structure, investment and the corporate value: an empirical analysis". *Journal of Financial Economics*, 47, pp. 103-121.
- CHOI, F. D. (1974). "Financial disclosure in relation to a firm's capital costs". *Accounting Business Research*, Otoño, 282-292.
- CHOW, C. W. (1982). "The demand for external auditing: size, debt and ownership influences". *Accounting Review*, 57, pp. 272-291.
- CHOW, C. W y WONG-BOREN A. (1987). "Voluntary financial disclosure by Mexican corporations". *Accounting Review*, 62, pp. 533-542.
- DAFT, R. L., y LENGEL, R. H. (1986). "Organizational information requirements, media richness and structural design". *Management Science*, 32, pp. 554-571.
- DAFT, R. L., y LENGEL, R. H. (1984). Information richness: A new approach to managerial behavior and organizational design. En STAW, B. y CUMMINGS L. L. (Eds.), *Research in organizational behavior*. Greenwich. Londres.
- DAHLERG, T.; MALLAT, N. y OORNI, A. (2003). "Trust enhanced Technology Acceptance Model – Consumer acceptance of mobile payment solutions". *Proceedings of the CIC Roundtable 2003*. Disponible en: [http://web.hhs.se/cic/roundtable2003/papers/D31\\_Dahlberg\\_et\\_al.pdf](http://web.hhs.se/cic/roundtable2003/papers/D31_Dahlberg_et_al.pdf)
- DAMASIO, A., (2005). "Brain Trust". *Nature*, 435, (2), pp. 571-572.
- DANIELS, T. D. y SPIKER, B. K. (1994). *Perspectives on organizational communication*. 2nd. Ed. Dubuque., C.Brwon Publishers. Iowa: WM
- DASGUPTA, N., y BANAJI, M. R. (1999). "Group entitativity and group perception: Associations between physical features and psychological judgment". *Journal of Personality and Social Psychology*, 77, (5), pp. 991-1004.
- DAVIS, S. (1989). "Perceived usefulness, perceived ease of use, and user acceptance of Information Technology". *MIS Quarterly*, 319- 340.
- DAVIS, R., M.; BUCHARAN-OLIVER, y BRODIE, (1999). 'Relationship Marketing in Electronic Commerce Environments'. *Journal of Information Technology*, 14, (4), pp.319-31.
- DAWSON, R. (2000) *Developing knowledge-based client relationships: the future of professional services*.

Butterworth/Heinemann, Boston.

DAY, G.S. (2000). "Managing Market Relationships". *Journal of the Academy of Marketing Science*, 28, 1, pp. 24-30.

DAYAL, S., LANDESBURG, H., ZEISSER, M., (1999). "How to build trust online". *Marketing Management*, Fall, pp. 64-69.

DE ANDRES, P., AZOFRA, V., LÓPEZ, F.J. y PRIETO, B., (1994). "Discrecionalidad directiva, dirección de resultados y gobierno de la empresa: un análisis empírico internacional", en: *Actas XI Jornadas Hispanolusas de Gestión de Contabilidad y de Auditoría de Cuentas (BOICAC)*, n 18, Septiembre de 1994, pág. 95.

DeANGELO, L. E. (1981). "Auditor size and audit quality". *Journal of Accounting & Economics*, 3, pp.183-99.

DEBRECENY, R.; GRAY, G. L. y BARRY, T. (1999). The electronic dissemination of accounting information resource discovery, processing and analysis. 22nd European Accounting Association Conference, France.

DEBRECENY, R.; GRAY, G. L. y MOCK, T. J. (2001). "Financial reporting Web sites: what users want in terms of form and content". *International Journal of Digital Accounting Research*, 1, (1), pp. 1-23.

DEBRECENY, R.; GRAY, G. L. y RAHMAN, A. (2002). "The determinants of Internet financial reporting". *Journal of Accounting & Public Policy*, 21, (4-5), pp. 371.

DECEMBER, J. (1997). "Notes on Defining of Computer-Mediated Communication". *Computer-Mediated Communication Magazine*, 3, (1). Disponible en <http://www.december.com/cmc/mag/1997/jan>.

DECEMBER, J. (1996): "Units of Analysis for Internet Communication". *Journal of Computer Mediated Communication*, 1, (4). Disponible en: <http://www.usc.edu/dept/annenberg/vol1/issue4/december.html>.

DECHOW, P.M. y SLOAN, R.G. (1991). "Executive Incentives and the Horizon Problem: An empirical investigation". *Journal of Accounting and Economics*, 14, (1), pp. 51-89.

DECHOW, P.M., SLOAN, R.G. Y SWEENEY, A.P. (1996). "Causes and Consequences of earnings manipulations: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC", *Contemporary Accounting Research*, 13, pp. 1-13

- DEFOND, M.L. y JIALBALVO, J. (1991). "Incidence and circumstances of accounting errors". *The Accounting Review*, 13, (3), pp. 643-655.
- DEGENERATU, A.; RANGASWAMY, A. y Wu J. (2000). "Consumer Choice Behavior in Online and Traditional Supermarkets: The Effects of Brand Name, Price, and Other Search Attributes," *International Journal of Research in Marketing*, 17, (1), pp. 55-78.
- DEIGHLOII, J., (1997). "Commentary on "Exploring the implications of the Internet for consumer marketing"". *Journal of the Academy of Marketing Science*, 25, (4), pp.347-351.
- DEL AGUILA, A. R. (1998). *La comunicación corporativa y los medios basados en Internet. Estudio empírico de su implementación en las organizaciones españolas. Tesis Doctoral. Universidad de Málaga.*
- DELLAROCAS, C. (2003). "The digitization of word of mouth: Promise and challenges of online reputation mechanisms". *Management Science*, 49, (10), pp. 1407-1424.
- DELLER, D.; STUBENRATH, M. y WEBER C. (1999). "Investor relations and the Internet. Background, potential application and evidence from the USA, UK and Germany". 21st Ann Congress of the European Accountant Assembly. Amberes.
- DEMB, A. y NEUBAUER, F.F. (1992). *The corporate board*. Oxford University Press. Oxford.
- DEMSETZ, H. (1986). "Corporate Control, Insider Trading, and Rates of Return". *AEA Papers and Proceedings*, 76, (2), pp. 313-316.
- DENZIN, N. K. y LINCON, Y. S. (1994). *Handbook of qualitative Research*. Sage publications. Londres,
- DEWENTER, K. L. y WARTHER, V. A. (1998). "Dividends, asymmetric information and agency conflicts. Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and U. S. firms". *Journal of Finance*, 53, (3), pp. 879-904.
- DIAMOND, D. (1989). "Reputation acquisition in debt markets". *Journal of Political Economic*, 97, pp. 828-862.
- DIRECTIVA 2003/6/CE (2003) sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado). Parlamento Europeo y del Consejo. Disponible en: [http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/es/oj/2003/l\\_096/l\\_09620030412es00160025.pdf](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/es/oj/2003/l_096/l_09620030412es00160025.pdf)
- DONALDSON, L. y DAVIS, J.H. (1991). "Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder return". *Australian Journal of Management*, 16, pp. 49-64.

- DONALSON, T. y PRESTON, L., (1995). "The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications". *Academy of Management Review*, 20, pp. 65–91.
- DORE, R. (1987). *Taking Japan seriously*. Stanford University Press. Stanford.
- DREIER, R. (1985). *Moral y derecho*. En GARZON VALDES, A. (Eds.) *Derecho y Filosofía*. Editorial Alfa. Barcelona.
- DRISCOLL, J. W. (1978). "Trust and participation in organizational decision making as predictors of satisfaction". *Academy of Management Journal*, 21, (1), pp. 44–56.
- DUTTA, S. y SEGEV, A. (1999). "Business Transformation on the Internet". *European Management Journal*, 17, (5), pp. 466-76.
- DYCK, A. y ZINGALES, L. (2004). "Private benefits of control: an international comparison". *Journal of Finance*, 59, (2), pp. 537-600.
- DYE, R. A. (1990). "Mandatory versus voluntary disclosures: the cases of finance". *Accounting Review*, 65, pp. 1-24.
- EASTERBROOK, F. y FISCHER, D. (1991). *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press, Cambridge.
- EISENBERG, T.; SUNDGREEN, S. y WELLS, M.T. (1998). "Larger board size and decreasing firm value and small firms". *Journal of Financial Economics*, 48, pp. 35-54.
- EISENHARDT, K. M. (1989). "Agency theory: an assesment and review". *Academy of Management Review*, 14, pp. 57-74.
- ETTREDGE, M., RICHARDSON, V.J., SCHOLZ, S. (2001). "The presentation of financial information at corporate Web sites". *International Journal of Accounting Information System*, 1, (2), pp. 149–68.
- ETTREDGE, M., RICHARDSON, V.J., SCHOLZ, S. (2002a). "Dissemination of information for investors al corporateWeb sites". *Journal of Accounting & Public Policy*, 21, pp. 357–69.
- ETTREDGE, M., RICHARDSON, V.J., SCHOLZ, S. (2002b). "Timely financial reporting at corporate web sites". *Commun ACM*, 45, (6), pp. 67–71.
- ETZIONI, A. (1988). *The moral dimension: towards a new economics*. Free Press. Nueva York.

- FAIRFIELD, P. M., SWEENEY, R. J. y YOHN, T. L. (1996). "Accounting classification and the predictive content of earnings". *The Accounting Review*, 71, pp. 337–356.
- FAMA, E.F. (1980). "Agency problems and the theory of the firm". *Journal of Political Economy*, 88, (2), pp. 288-307.
- FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. (1983). "Separation of ownership and control". *The Journal of Law and Economics*, 25, pp. 301–326.
- FASB (2000). Electronic distribution of business reporting information. Financial Accounting Standard Board.
- FASB (2001). "Improving business reporting: insights into enhancing voluntary disclosures". Financial Accounting Standard Board.
- FEATHERMAN, M. S. y PAVLOU, P. A. (2002). "Predicting e-services adoption: A perceived risk facets perspective". Eighth Americas Conference on Information Systems 2002. Disponible en: <http://www.hp.com/solutions1/e-services/>
- FERNÁNDEZ NOGALES, A. (2001). La investigación cualitativa. En SARABIA SÁNCHEZ, F.J. (2001), *Metodología para la investigación en márketing y dirección de empresas*. Editorial Pirámide. Madrid.
- FERNÁNDEZ PÉREZ, N. (2000). *La protección jurídica del accionista inversor*. Editorial Aranzazdi. Elcano. Navarra.
- FERNÁNDEZ ROMERO, A. (2004). Perfil y función de los consejeros en el buen Gobierno de la Empresa. En BUENO CAMPOS, E. (ed). *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*. Editorial Pirámide. Madrid.
- FERNÁNDEZ, A. I.; GÓMEZ ANSÓN, S. y FERNANDEZ MENDEZ, C. (1998). "El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial: evidencia para el caso español". *Investigaciones Económicas*. Madrid.
- FISHMAN, M. J. y HAGERTY, K. M. (1992). "Insider trading and efficiency of Stock Prices". *Rand Journal of Economics*, 23, pp. 106-122.
- FISHMAN, M. J. y HAGERTY, K. M. (1989). "Disclosure decisions by firms and the competition for price efficiency". *Journal of Finance*, 44, (3), pp. 633–646.
- FLAVIÁN, C.; DIAZ DE RADA, V.; LOZANO, J.; TORRES, E.; GURREA, R. y GUINALÍU, M. (2006).

"Determinantes de la confianza del consumidor aragonés hacia la compra a través de Internet. Un estudio confirmatorio del comportamiento de compra". Documento de trabajo nº 20/06. Fundación Economía Aragonesa. Zaragoza. Disponible en [www.fundear.es](http://www.fundear.es)

FOGG, B.J.; KAMEDA, T.; BOYD, J.; MARSHALL, J.; SETHI, R.; SOCKOL, M. y TROWBRIDGE, T. (2002a). Web credibility study 2002: Investigating what makes Web sites credible today. Persuasive Technology Lab, Stanford University. Stanford. Disponible en <http://captology.stanford.edu/pdf/Stanford-MakovskyWebCredStudy2002-prelim.pdf>.

FOGG, B.J.; SOOHOO, C.; DANIELSON, D.; MARABLE, L.; STANFORD, J. y TAUBER, E.R. (2002b). How Do People Evaluate a Web Site's Credibility? Results from a Large Study. Persuasive Technology Lab, Stanford University. Stanford. Consumer WebWatch, Sliced Bread Design LLC. Disponible en [www.consumerwebwatch.org/dynamic/web-credibility-reports-evaluate-abstract.cfm](http://www.consumerwebwatch.org/dynamic/web-credibility-reports-evaluate-abstract.cfm).

FOGG, B. J.; MARSHALL, J.; LARAKI, O.; OSIPOVICH, A.; VARMA, C.; FANG, N.; PAUL J.; RANGNEKAR, A.; SHON, J.; SWANI, P. y TREINEN, M. (2001). "What Makes Web Sites Credible? A Report on a Large Quantitative Study," Association for Computing Machinery: Special Interest Group on Computer-Human Interaction, 3, (1), pp. 61-67.

FORBES, D.P. y MILLIKEN, F.J. (1999). "Cognition and corporate governance: understanding boards of directors as strategic decision making groups". *Academy of Management Review*, 24, pp. 489-505.

FORKER, J.J. (1992) "Corporate governance and disclosure quality". *Accounting and Business Research*, 22, (86), pp. 111-124.

FOSS, N. J. (2005). *Strategy and organization in knowledge economy*. Oxford. University Press. Oxford.

FOSS, N. J. y KNUDSEN, C. (eds.) (1996). *Towards a competence theory of the firm*. Routledge, Londres.

FRANCIS, J. R. y WILSON, E. R. (1988). "Auditor changes: a joint test of theories relating to agency costs and auditor differentiation". *Accounting Review*, 63, pp. 663-682.

FRANKEL, R.; JOHNSON, M. y SKINNER, D. J. (1999). "An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium". *Journal of Accounting Research*, primavera, 133-150.

FRANSMAN, M. (1998). Information, knowledge, vision and theories of the firm. En DOSI, G.; TEECE, D.J.; CHYTRE, J. (Eds.), *Technology, Organization and Competitiveness: Perspectives on Industrial and Corporate Change*, Oxford University Press, Nueva York.

- FREEMAN, R.E. (1994). "The politics of stakeholder theory: some future directions". *Business Ethics Quarterly* 4, pp. 409–422.
- FREEMAN, R.E. (1984). *Strategic Management: a Stakeholder Approach*. Pitman Publishing.
- FREEMAN, R.E. Y P.R. GILBERT (1988). *Corporate Strategy and the Search for Ethics*. Prentice Hall, Englewood Cliffs.
- FREEMAN, K.S., y SPYRIDAKIS, J. H. (2004). "An examination of factors that affect the credibility of online health information". *Technical Communication*, 51, (2), pp. 239–263.
- FRIEDMAN, Milton (1962). *Capitalism and Freedom*. The University of Chicago Press, Chicago.
- FRIEDMAN, M. (1970): "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits". *New York Times Magazine*, 13 de septiembre, pp. 122-126.
- FUKUYAMA, F. (2000). *La gran ruptura*. Ediciones B. Barcelona.
- FUKUYAMA, F. (1998). *Confianza*. Editorial Liberdúplex. Barcelona.
- FUKUYAMA, F. (1995). *Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity*. The Free Press. Nueva York.
- FULK, J. y STEINFIELD, C. (1990). *Organizations and communication technology*. Sage. Newbury Park, California.
- FULK, J., SCHMITZ, J. y STEINFIELD, C. (1990). A social influence model of technology use. En FULK, J. y STEINFIELD, C. (Eds.) *Organizations and communication technology* (pp. 117-140). Sage. Newbury Park, California.
- GABARRO, J.J. (1978). The development of trust, influence, and expectations. En ATHOS, A. G. y GABARRO, J.J. (Eds.), *Interpersonal behaviours: Communication and understanding in relationships*. Prentice-Hall. Englewood Cliffs, Nueva Jersey.
- GAMBETTA, D. (1988). Can we trust trust?. En GAMBETTA (Eds.), *Trust making and breaking cooperative relations*. Basil Blackwell. Oxford.
- GANDIA, J.L. (2003). "Intangibles disclosure information on Internet by multinacional corporations". *The International Journal of Digital Accounting Research*, 3, pp.61-100.

- GANDIA, J. L. y ANDRES, T. (2005). E-Gobierno Corporativo y transparencia informativa en las sociedades cotizadas españolas: un estudio empírico. Monografía nº 8 Dirección de Estudios y Estadísticas. Comisión Nacional del Mercado de Valores. Madrid.
- GANESAN, S. y HESS, R., (1997). "Dimensions and levels of trust: implications for commitment to a relationship". *Marketing Letters*, 8, (4), pp. 439-448.
- GARCÍA-MARZÁ, D. (2004). Ética empresarial del diálogo a la confianza. Editorial Trotta. Madrid.
- GARCÍA-MARZÁ, D. (1992). Ética de la justicia Habermas y la ética del discurso. Editorial Tecnos. Madrid.
- GARCÍA OSMA, B. y GILL DE ALBORNOZ, B. (2005). "El gobierno corporativo y las prácticas de earnings management: Evidencia empírica en España". *Instituto Valenciano de Economía y Hacienda*, 7, pp. 25-48.
- GARCÍA SOTO, M.G.; GARCÍA FALCÓN, J.M. y ÁLAMO VERA, F.R. (2005). "El gobierno corporativo, la estrategia de diversificación y los resultados: evidencia en las cajas de ahorro españolas". *Revista de Contabilidad y Tributación*, 266, pp.161-212.
- GARMENT, S. (1991). *Scandal; The cultura of mistrust in American politics*. Random House. Nueva York.
- GARRETT RALLS Jr., J., y WEBB, K. A., (1999). *The Nature of Chaos in Business. Using Complexity to Foster Successful Alliances and Acquisitions*. Cashman Dudley. Houston.
- GARTON, L., y WELLMAN, B. (1995). Social impacts of electronic mail in organizations: A review of the research literature. En BURLESON, B.R. (Ed.). *Communication Yearbook/18*. Sage Publications. Thousand Oaks.
- GARRIDO, J. M. (2002). *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*. Editorial Bolonia. Bolonia.
- GARTON, L.; HAYTHORNTHWAITTE, C.; WELLMAN, B. (1997). "Studying Online Social Networks". *Journal of Computer Mediated Communication*, 3, (1), pp. 27-46.
- GARUD, R. y NAYYAR, P. (1994). "Transformative capacity: continual structuring by intertemporal technology transfer". *Strategic Management Journal*, 15, (5), pp. 365-385.
- GATES, B.; MYHRVOLD N. y RINEARSON, P. (1996). *The road ahead*. Viking Pinguin. Nueva York.

- GEFEN, D.; KARAHANNA, E. y STRAUB, D. (2003). "Trust and TAM in online shopping: An integrated model". *Management Information System Quarterly*, 27, (1), pp. 51–90.
- GEYSKENS, I. y STEENKAMP, J.B. (1995). "An Investigation into the Joint Effects of Trust and Interdependence on Relationship Commitment". EMAC Proceedings, París.
- GHEMAWAT, P. (1991). *Commitment: The Dynamic of Strategy*. The Free Press, Nueva York.
- GINER, B. (1997). "The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms". *European Accounting Review*, 6, (1), pp. 45–68.
- GLEN, L.; URBAN, F. Y SULTAN, F. (2002). "Online Trust: A Stakeholder Perspective, Concepts, Implications and Future Directions," *Journal of Strategic Information Systems*, 11, pp. 325–44.
- GODET, M. (1996). *Manuel de Prospective Strategique*. Dunod. Paris.
- GOMEZ, P. Y. (1996). *Le gouvernement de l'entreprise*. InterEditions. Paris.
- GOMPERS, P. A.; ISHII, J. L. y METRICK, A. (2003). "Corporate governance and equity prices". *Quarterly Journal of Economics*, 118, pp. 107-155.
- GONZALEZ, W. (2003). *Racionalidad, historicidad y predicción en Herbert A. Simon*. Editorial Netbiblo. A Coruña.
- GONZALEZ, W. (2002). *Análisis de la racionalidad y planteamiento de la predicción en Economía Experimental*. En GONZALEZ, W; MARQUES, G. y ÁVILA, A. (Eds.). *Enfoques filosófico-metodológicos en Economía*. FCE. Madrid.
- GONZALEZ, W. (1998). "Racionalidad científica y racionalidad tecnológica: la mediación de la racionalidad económica". *Agora*, 17, (2), pp. 5-57.
- GONZALO ANGULO, J. A. (2004). *Influencias recíprocas entre información financiera y gobernanza empresarial*. En BUENO CAMPOS, E. (ed). *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*. Pirámide. Madrid.
- GOOD, D. (1988). *Individuals, interpersonal relations and trust*. En GAMBETTA (Eds.). *Trust making and breaking cooperative relations*. Basil Blackwell. Oxford.
- GORDON, L.A. y POUND, J. (1993). "Information, Ownership Structure, and Shareholder Voting: Evidence

- from Shareholder-Sponsored Corporate Governance Proposals". *Journal of Finance*, 48, (2), pp. 697-718.
- GOWTHORPE, C. y AMAT, O. (1999). "External reporting of accounting and financial information via the Internet in Spain". *European Accounting Review*, 8, (2), pp. 365-371.
- GRANDORI, A. (2004). *Corporate governance and firm organization*. Oxford University Press. Oxford.
- GRANOLLERS, T.; LORÉS, J. y PERDIX, F. (2003). *Usability Engineering Process Model. Integration with Software Engineering: Procs. of HCI-Intl'03, Creta (Grecia)*.
- GRANOVETTER, M. S. (1985). "Economic action and social structure: the problem of embeddedness". *American Journal of Sociology*, 91, pp. 481-510.
- GRANOVETTER, M. S. (1992). *Problems of explanation in economic sociology*. En NOHRIA N. y ECCLES R. (Eds.), *Networks and organizations: Structure, form and action*. Harvard Business School Press. Boston.
- GRANT, R.M. (1996). *Dirección Estratégica. Conceptos, Técnicas y Aplicaciones*. Civitas, Madrid.
- GRATZ, R. D. y SALEM, P. J. (1984). "Technology and the crisis of self". *Communication Quarterly*, 32, pp. 98-103.
- GRAY, G. y DEBRECENY, R. (1997). *Corporate reporting on the Internet: opportunities and challenges*. Working paper. California State University.
- 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 Finance & Management Accounting*, primavera, pp. 43-69.
- GREWAL, D.; GOTLIEB, J. y MARMORSTEIN, H. (1994). "The Moderating Effects of Message Framing and Source Credibility on the Price-Perceived Risk Relationship". *Journal of Consumer Research*, 21, pp. 145-153.
- GROSSMAN, S. y HART, O. (1986). "An Analysis of the Principal-Agent Problem". *Econometrica*, 51, pp. 7-45.
- GULATI, R. (1998). "Alliances and networks". *Strategic Management Journal*, 19, (4), pp. 293-317.
- GULATI, R. (1995a). "Does familiarity breed trust? The implications of repeated ties for contractual choice in

- alliances". *Academy of Management Journal*, 38, (1), 85-112.
- GULATI, R. (1995b). "Social structure and alliance formation patterns: a longitudinal análisis". *Administrative Science Quaterly*, 40, (4), pp. 619-652.
- GULATI, R.; NOHRIA, N. Y ZAHEER, A. (2000). "Strategic networks". *Strategic Management Journal*, 21, pp. 203-215.
- GULATI, R. y SINGH, H. (1999). "The architecture of cooperation: Managing coordination costs appropriation concerns in strategic alliances". *Administrative Science Quaterly*, 43, pp. 781-814.
- GUIISO, L.; SAPIENZA, P. y ZINGALES, L. (2005). "Cultural biases in economic Exchange". Paper. Universidad de Chicago. Chicago.
- GUPTA, L. C. (1989). *Corporate boards and nominee directors*. Oxford University Press. Oxford.
- GUTEK, B. (1990). "Work groups structure and information technology: A structural contingency approach". *Journal of Finance*, 34, pp. 87-101.
- GWINNER, J.; GREMIER, K. y BITNER, M. J. (1998). "Relational Benefits in Services Industries: the Customer Perspective". *Journal of the Academy of Marketing Science*, 26, (2), pp.101-114.
- HABERMAS, J. (2001). *Facticidad y validez*. Editorial Trotta. Madrid.
- HABERMAS, J. (1987). *Teoría de la acción comunicativa*. Taurus. Madrid.
- HABERMAS, J. (1985). *Conciencia moral y acción comunicativa*. Editorial Península. Barcelona.
- HAIR, J.F; ANDERSON, R.E; TATHAM, R.L. y BLACK, W.C. (1999). *Análisis Multivariante*. Prentice Hall Iberia. Madrid, 5ª edición.
- HAKANSSON, H. y SNEHOTA, I. (1995). *Developing relationships in business networks*. Routledge. Londres.
- HAMEL, G. y PRAHALAD, C. K. (1999). *Compitiendo por el futuro*. Barcelona. Ariel. Versión en inglés en 1994
- HANDY, C. (1995). "Trust and virtual organization". *Harvard Business Review*, 73, (3), pp. 40-50.
- HANIFFA, R.M. y COOKE, T.E. (2002). "Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations". *Abacus*, 38, pp. 317-349.

- HARRIS, M. y RAVIV, A. (1991). "The theory of capital structure". *Journal of Finance*, 46, (1), pp. 267-355.
- HART, O. (1995). "Corporate Governance: some theory and implications" *The Economic Journal*, 15.
- HART, O. y MOORE, J. (1990). "Property rights and the nature of the firms". *Journal of Political Economy*, 98, pp. 1119-1158.
- HART, O. (1983). "The market mechanism as an incentive scheme". *Bell Journal of Economics*, 14, pp. 366-382.
- HEALY, P. M. y PALEPU, K. G. (1995). "The challenges of investors communication. The case of CUC". *International Journal of Finance & Economics*, 38, (2), pp. 111-140.
- HEALY, P. M. y PALEPU, K. G. (1993). "The effect of firm' financial disclosure strategies on stock prices". *Accountant Horizons*, 7, (2), pp. 1-11.
- HEALY, P. M. y PALEPU, K. G. (2001). "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature". *Journal of Accounting & Economics*, 31(1-3), 405.
- HEALY, P. M. y WHALEN, J. (1999). "A review of the earnings management literature and its implications for standard setting." *Accounting Horizons*, 13, pp. 365-383.
- HEDLIN, P. (1999). "The Internet as a vehicle for investor information; the Swedish case". *European Accounting Review*, 8, (2), pp. 373-381.
- HERMALIN, B.E. y WEISBACH, M.S. (2003). "Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature". *Economic Policy Review*, 9, (1), pp. 7-26.
- HILTZ, S. R. y JOHNSON, K. (1987). *Measuring acceptance of computer-mediated communication systems*. Paper presentado al Congress International Communication Association. Montreal, Canada.
- HILTZ, S. R. y TUROFF, M. (1978). *Network nation: Human communication via computer*. Addison-Wesley. Reding, M.A.
- HILTZ, S. R.; JOHNSON, K. y AGLE, G. (1978). *Replicating Bales problem'solving experiments on a computerized conferencing system*. Report 8. Newark, New Jersey Institute of Technology, Computerized Conferencing and Communication Center. Nueva Jersey.
- HILL, CH.; JONES, G.R. (1996). *Administración Estratégica. Un Enfoque Integrado*, McGraw-Hill

Interamericana, Bogotá.

HITT, M.; HOSKISSON, R.; JOHNSON, R. y MOESEL, D. (1996). "The market for corporate control and firm innovation". *Academy of Management Journal*, 39, (5), pp. 1084-1092.

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 and Taxation*, 10, pp. 139-156.

HOARAU, C. y TELLER, R. (2001). *Création de valeur et management de l'entreprise*. Vuibert. Paris.

HOFFMAN, D.L.; NOVAK, T. P. y PERALTA, M., (1999). "Building consumer trust online". *Communications of the ACM*, 42, (4), pp. 80-85.

HODGE, B. J.; ANTHONY, W. P. y GALES, L. M. (2003). *Teoría de la organización. Un enfoque de estrategia*. 6ª edición. Pearson Prentice-Hall.Madrid.

HOFFMAN, D.L. y NOVAK, T.P. (1996). "Marketing in Hypermedia Computer-Mediated Environments: Conceptual Foundations". *Journal of Marketing*, 60, pp. 50-68.

HOFFMAN, D.L. y NOVAK, T.P. (1995). *Marketing in Hypermedia Computer-Mediated Environments: Conceptual Foundations*. Working Paper n 1, Project 2000: Research Program on Marketing in Computer-Mediated Environments, Owen Graduate School of Management. Vanderbilt University. Nashville, Estados Unidos.

HOFFMAN, D.L. y PERALTA, M. (1999). "Building Consumer Trust Online," *Communications of the ACM*, 42 (4), 80-85.

HOLBROOK, M.B. y HIRSCHMAN, E.C. (1982). "The Experimental Aspects of Consumption: Consumer Fantasies, Feelings and Fun". *Journal of Consumer Research*, 9, pp. 132-140.

HOLMSSTRÖM, B y KAPLAN, S. N. (2001). "Corporate governance and merger activity in the U.S: making sense 1980's and 1990's". *Journal of Economic Perspectives*, 15, pp. 121-144.

HOLSTEIN, J .A. y GUBRIUM, J.F. (1995). *Handbook of qualitative Research*. Sage. Londres.

HOOGENDOORN, M. (2000). "A financial statement model based on shareholder value, a theoretical approach and the views of the IASC". Paper presentado en el 23rd annual Congress of EAA, Munich.

- HOPT, K.; KANDA, H; ROE, M.G; WYMEESRCH, E. y PRIGGE, S. (Eds.). (1998). Comparative corporate governance. The state of art and emerging Research. Oxford University Press. Oxford.
- HOSMER, L. T. (1995). "Trust: The connecting link between organizational theory and organizational theory and philosophical ethics". *Academy of Management Review*, 20, (2), pp. 379-403.
- HOSSAIN, M.; PERERA, H.B. y RAHMAN, A. R. (1995). "Voluntary disclosure in the annual reports of New Zealand companies". *Journal International Finance & Management Accounting*, 6, pp. 69-87.
- HUBER, G. P. (1990). A theory of the effects of advanced information technologies on organizational design, intelligence, and decision making. En FULK, J., y STEINFELD, C. (Eds.), *Organizations and Communication Technology*. Sage Publications. Newbury.
- HUNTER, J. y ALLEN, M. (1992). Adaptation to Electronic Mail. *Journal of Applied Communication Research*, 23, (3), pp. 254-274.
- HUSE, M. (1998). "Researching the dynamics of board-stakeholder relations". *Long Range Planning*, 31, pp. 218-226.
- HUSE, M. y EIDE, E. (1996). "Stakeholder management and the avoidance of corporate control". *Business and Society*, 35, pp. 323-329.
- HUSTED CORREGAN, M. y SALAZAR, R. (2005). "Un estudio exploratorio sobre la estrategia social de las grandes empresas ubicadas en Mexico". *Revista Contaduría y Administración*, 215, pp. 9-23.
- HWANG, P. y BURGERS, W. (1997). "Properties of trust: an analytical view". *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 69 (1), 67-73.
- IASC (1999). Business reporting on the Internet. A report prepared for the International Accounting Standards Committee.
- IND, N. (1992). *La imagen corporativa*. Diaz de Santos. Madrid.
- INKPEN, A. C., y CURRALL, S. C., (2004). "The Coevolution of Trust, Control, and Learning in Joint Ventures". *Organization Science*, 15, (5), pp. 586-599.
- INKPEN, A. C. y TSANG, E. (2005). Social capital, networks, and Knowledge transfer. *Academy of Management Review*, 30 (1), pp. 146-165.

- INTERNATIONAL STANDARD ORGANIZATION (1999). ISO 13407. Human-centred design processes for interactive systems.
- IRANZO MARTÍN, J. E. (2004). El gobierno de la empresa en el siglo XXI. En Bueno Campos, E. (ed). El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza. Pirámide. Madrid.
- JARVENPAA, S.L.; TRACTINSKY, J. y SAARINEN, L., (1999). "Consumer trust in an Internet store: a crosscultural validation". *Journal of Computer Mediated Communication*, 5, (2). Disponible en: <http://www.asusc.org/jcmc/vol5/issue2>.
- JARVEENPAA, S.L.; SIRKKA, L.; TRACTINSKY, J. y VITALE, M. (2000). "Consumer Trust in an Internet Store". *Information Technology and Management*, 1, (1-2), pp. 45-71.
- JENSEN, M.C. (2000). *A theory of the firm: governance, residual claims and organizational forms*. Harvard University Press. Cambridge.
- JENSEN, M.C. (1998). *Foundations of organizational strategy*. Harvard University Press. Cambridge.
- JENSEN, M.C. (1993). "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems". *Journal of Finance*, 48, págs. 831-880.
- JENSEN, M.C. (1986). "Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers". *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- JENSEN, M.C. y MURPHY, K. (1993). "Performance pay and top management incentives". *Journal of Political Economy*, 98.
- JIMENEZ, J. y MARÍN, M. J. (2003). "Análisis de la compra por Internet en la Comunidad de Aragón". No publicado. Disponible en [http://80.39.118.119/analisis\\_compra.pdf](http://80.39.118.119/analisis_compra.pdf)
- JOHN, K.; KLEIN, A. (1995). "Shareholder proposals and corporate governance". Working Paper, New York University. Nueva York.
- JOHN, K. y NARAYANAN, R. (1997). "Market Manipulation and the Role of Insider Trading Regulations". *Journal of Business*, 70, (2), pp. 217-243.

- JOHN, K. y SENBET, L. (1998). "Corporate governance and board effectiveness". *Journal of Banking & Finance*, 2, (4), pp. 371-403.
- JOHNSON, C. B. (1994). Information technologies in organizations. En PACE, R .W. y FAULES, D. F. *Organizational Communication*. Prentice Hall. Englewood Cliffs, Nueva Jersey.
- JOHNSSON, H. (1991). *La gestión de la Comunicación*. Ediciones Ciencias Sociales. Madrid.
- JONES, M.J. Y XIAO, J.Z. (2003). "Internet reporting: current trends and trends by 2010". *Accounting Forum*, 27, pp.132-163.
- JONES, S. J. (Ed.). (1995). *Cyber Society: Computer-mediated communication and community*. Sage. Thousand Oaks, CA.
- JONES, T.M. y WICKS, A. C. (1999). "Convergent stakeholder theory". *Academy of Management Review*, 24, (2), pp. 206–221.
- JOSEPH, J. (1998). "Democracy's social capital: civil society in a new era". *Adress*, 15.
- KANT, I. (1987). *La paz perpetua*. Editorial Tecnos. Madrid.
- KARPOFF, J.M.; MALATESTA, P.H. y WALKLING, R.A. (1996): "Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence". *Journal of Financial Economics*, 42, pp. 365-395.
- KASNIK, R. (1999). "On the association between voluntary disclosure and earnings management". *Journal of Accounting Research*, primavera, pp. 57–81.
- KAUFFMAN, S. A. (2004). "The Ensemble Approach to Understand genetic Regulatory Networks" *Physica A*, 340, pp. 733-740.
- KAWACHI, I.; KENNEDY, B. P. y LOCHNER, K. (1997). "Long live community. Social capital as public health". *The American Prospect*, 35, pp. 305-360.
- KAY, J. (1992). "Markets, false hierarchies and the evolution of the modern corporation". *Journal of Economic Behavior and Organization*, 17, (3), pp. 315-333.
- KEASEY, K. Y WRIGHT, M. (1993). "Issues in Corporate Accountability and Governance: An Editorial", *Accounting and Business Research*, 23, (91 A), pp.. 291-303.

- KEASEY, K.; THOMPSON, S. y WRIGHT, M. (1997). Corporate governance problem: competing, diagnoses and solutions". En KEASEY, K.; THOMPSON, S. y WRIGHT, M. (Eds.), Corporate governance: economical and financial issues. Oxford University Press. Oxford.
- KELLY, L. (1983). "The development of a positive theory of corporate management's role in external financial reporting". *Journal of Accounting Literature*, 8, pp. 111–150.
- KENMORE, R. (2001). "Just thinking about...human networks, social capital and innovation". Center for Business Innovation, enero, pp. 1-5.
- KENT, N. (1991). *Naked power: Money and power in the movies today*. St. Martins Press. Nueva York.
- KIESLER, S.; SIEGEL, J., y McGUIRE, T. (1984). "Social psychological aspects of computer-mediated communication". *American Psychologist*, 39, pp. 1123-1134.
- KILDUFF, M. y KRACKHARDT, D. (1994). 'Bringing the individual back in: a structural analysis of the internal market for reputation in organizations'. *Academy of Management Journal*, 37, (1), pp. 97-108.
- KIM, J. B.; CHUNG, R. y FIRTH, M. (2003). "Auditor conservatism, asymmetric monitoring and discretionary accrual choices". *Contemporary Accounting Research*, 20, pp. 323-359.
- KING, R.C. y LEVINE, R. (1993). "Finance, entrepreneurship and growth". *Journal of Monetary Economics*, 32.
- KING, R.C.; SEN, R.; y Xia, M. (2004). "Impact of Web-based e-commerce on channel strategy in retailing". *International Journal of Electronic Commerce*, 8, (3), pp. 103–130.
- KLEIN, A. (2002). "Audit committee, board of director characteristics and earnings management". *Journal of Accounting and Economics*, 33, (3), pp. 375-400.
- KLEIN, A. (1998). "Firm performance and board committee structure". *Journal of Law and Economics*, 41, pp. 275-299.
- KLEIN, A. (1996). "Firm performance and board committee structure". Working paper. New York University. Nueva York.
- KNACK, S. y KEEFER, P. (1997). "Does social capital have economic payoff?. A cross country investigation". *The Quarterly Journal of Economics*, 102, (4), pp.1251-1288.
- KOENING, M. E. D. (1998). "From intellectual capital to knowledge management. What are they talking about?.

64<sup>a</sup> IFLA General Conference. Amsterdam.

KOGUT, B. y ZANDER, U. (1992). "Knowledge of the Firm and the Evolutionary Theory of the Multinational Corporation". *Journal of International Business Studies*, 24, (14), pp. 625-645.

KOONTZ, H. y WEHRICH, H. (1990). *Administración*. Mc-Graw Hill. México.

KRAMER, R. M. y BREWER M.B. (1994). "Effects of group identity on resource use in a simulated commons dilemma". *Journal of Personality and Social Psychology*, 46, pp. 1044-1057.

KRAMER, R. M. y TYLER, T. R. (1996). *Trust in organizations. Frontiers of theory and research*. Sage Publications. Londres.

KROL, E y HOFFMAN, E. (1993). FYI on "What is the Internet?", RFC-1462, University of Illinois, Merit Network, Inc, May. Disponible en [gopher://ds1.internic.net/OO/fyi/fyi20.txt](mailto:ds1.internic.net/OO/fyi/fyi20.txt).

KUNZ, R. M. y LUCATELLI, A. (2000). "The real worth of shareholder value". *Credit Suisse Economic Briefing*, 17, 1-21.

LAPORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. (2000). "Investor protection and corporate governance". *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 3-27.

LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. (1997). "Legal determinants of external finance". *Journal of Finance*, 52, (3), pp. 1131-1150.

LAINEZ, J. A. (1999). *Contabilidad creativa*. Editorial Pirámide. Madrid.

LANDETA, J. (1999). *El método Delphi. Una Técnica de previsión para la incertidumbre*. Ariel. Barcelona

LANE, C. y BACHMANN, R. (2000). *Trust within and between organizations: conceptual and issues and empirical applications*. Oxford University Press. Oxford.

LANE, P.J. y LUBATKIN, M. (1998). "Relative absorptive capacity and interorganizational learning". *Strategic Management Journal*, 19, (5), pp. 461-477.

LANG, L. y LITZENBERGER, R. (1989). "Dividend announcements: cash-flow signalling vs. cash-flow hypotheses". *Journal of Financial Economics*, 24, (1), pp. 181-191.

LANG, L.; POULSEN, A. y STULZ, R. (1995). "Asset sales, firm performance and the agency cost of

- managerial discretion". *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 1077-1086.
- LANG, L. y STULZ, R. M. (1994). "Tobin's q, corporate diversification and firm performance". *Journal of Political Economy*, 102, pp. 1248-1280.
- LANG, M. y LUNDHOLM, R. (1993). "Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures". *Journal of Accounting Research*, 31, (2), 246-72.
- LARNER, R. J. (1966). "Ownership and Control in the 200 Largest Non-financial Corporations, 1929 and 1963". *The American Economic Review*, LVI, nº 4.
- LARRÁN, M. y GINER, B. (2002). "The use of the Internet for corporate reporting by Spanish companies". *International Journal of Digital Accounting Research*, 2, (1), pp. 55-85.
- LATAMORE, G. B. (1988). "Why everyone works smarter when they're connected". *Working Woman*; October.
- LAUDON, K.C. y LAUDON, J.P. (1996): *Management Information Systems. Organization and Technology*. Prentice Hall. Londres.
- LAUNDRY, R.; AMARA, N. y LAMARI, M. (2002). "Does social capital determine innovation? To what extent?". *Technological Forecasting and Social Change*, 69, pp. 681-701.
- LEE, M.K.O. y TURBAN, E., (2001). "A trust model for consumer Internet shopping". *International Journal of Electronic Commerce*, 6, (1), pp. 75-91.
- LEE, C.J. (1987). "Accounting infrastructure and economic development." *Journal of Accounting and Public Policy*, 6, pp. 75-85.
- LELAND, H. (1992). "Insider Trading: Should It Be Prohibited?". *Journal of Political Economy*, 100, (4), pp. 859-887.
- LEWELLEN, W.; LODERER, C. y ROSENFELD, A. (1989). "Mergers, executive risk reduction, and shareholder wealth". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24, pp. 459-472.
- LEONARD-BARTON, D. (1995). "Core capabilities and core rigidities: A paradox in managing new product development". *Strategic Management Journal*, 13, pp. 111-125.
- LESSER, E. (2000). *Knowledge and social capital*. Butterworth Heinemann. Boston.

- LESSER, E. y COTHREL, J. (2001). "Fast Friends: virtually and social capital". Knowledge Directions, primavera-verano, pp. 66-79.
- LESSER, E. y PRUSAK, L. (1999). "Communities of practice, social capital and organizacional knowledge". IBM Institute Knowledge Management. Cambridge.
- LEVINE, R. y ZERVOS, S. (1998). "Stocks markets, banks and economic growth". American Economic Review, 88.
- LEVINSON, H.; PRICE, C.; MUNDEN, K.; MANDL, H. y SOLELY, C. (1962). Men, management and mental health. Harvard University Press. Cambridge.
- LEVITT, L. (1995): "Commercial Use of the Internet". INET'95 Proceedings. Annual Conference of the Internet Society "The Internet: Towards Global Information Infrastructure". Junio. Honolulu, Hawaii.
- LEWICKI, R.J.; McALLISTER y BIES, R.J. (1998). "Trust and Distrust: New Relationships and Realities," The Academy of Management Review, 23, (3), 438-458.
- LEWIS, J. D. y WEIGERT, A. (1985). "Trust as a social reality". Social Forces, 63. (4), pp. 967-985.
- LEY 59/2003 (2003) Ley de firma electrónica. BOE 304 de 20/12/2003 Sec .1 Pag 45329 a 45343.
- LICKEL, B.; HAMILTON, D.L.; WIECZORKOWKA, G.; LEWIS, A.; SHERMAN, S.J. y UHLES, A.N. (2000). "Varieties of groups and the perception of group entitativity". Journal of Personality and Social Psychology, 78, (2), pp. 223-246.
- LICKLIDER, J. C. R. (1960). "Man-Computer Symbiosis". A la memoria de J. C. R. Licklider (1915-1990). Palo Alto, California. Digital Systems Research Center, 1990, pp. 1-20.
- LICKLIDER, J. C. R.; TAYLOR, R. W. (1968). "The Computer as a Communication Devece". A la memoria de: J. C. R. Licklider (1915-1990). Palo Alto, California. Digital Systems Research Center, 1990, pp. 21-41.
- LIN, N. (2001). Building a network theory of social capital. En N. LIN, K. COOK y URT, R. S. (Eds.), Social capital: Theory and Research. Aldine de Gruyter. Nueva York.
- LIPTON, M. y LORSCH, J. (1992). "A model proposal for improved corporate governance". Business Lawyer, vol. 48, pp. 59-77.
- LÓPEZ DE LETONA, J. L. (2004). Luces y sombras en el gobierno de la empresa: el caso español. En

- BUENO CAMPOS, E. (ed), El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza. Pirámide. Madrid.
- LÓPEZ MORENO, M.J. (2006). Enterprise, complexity and the open society. A tribute to prof. D. Santiago García Echevarría. En DEL VAL NÚÑEZ, M. T.; SÁNCHEZ JIMÉNEZ, Y. M. y GARCÍA GREWE, C. (Eds.), Economy, Entrepreneurship, Science and Society in the XXI century. Servicio de publicaciones de la Universidad de Alcalá. Madrid.
- LÓPEZ MORENO, M.J. (1978). El accionariado popular en la España actual. Jornadas organizadas por ASEPA, 23 y 24 de noviembre. Madrid.
- LORENZ, E.H. (1988). Neither friends nor strangers. Informals networks of subcontracting in Frech industry. En GAMBETTA (Eds.), Trust making and breaking cooperative relations. Basil Blackwell. Oxford.
- LUHMANN, N. (1996). Confianza. Universidad Iberoamericana. Mexico.
- LUHMANN, N. (1988). Familiarity, confidence, trust: Problems and alternatives. En GAMBETTA (Eds.), Trust making and breaking cooperative relations. Basil Blackwell. Oxford.
- LUHMANN, N. (1979). Trust and Power. Wiley, London.
- LUO, X. (2002). "Trust Production and Privacy Concerns on the Internet A Framework Based on Relationship Marketing and Social Exchange Theory". *Industrial Marketing Management*, 31, (2), pp. 111-118.
- LYMER, A. (1998). The use of the Internet for corporate reporting. A discussion of the issues and survey of current usage in the UK. 21st Annual Congress of the European Accounting Association. Antwerp, Belgium.
- LYMER, A. y TALLBERG, A. (1997). Corporate reporting and the Internet — a survey and commentary on the use of the WWW in corporate reporting in the UK and Finland. 20th Annual Congress of the European Accounting Association;. Graz, Austria.
- LYNCH, J. JR y ARIELY, D. (2000). "Search Costs Effect Competition on Price, Quality and distribution". *Marketing Science*, 19, (1), pp. 83-104.
- LYNCH, P.D.; KENT. R. J., y SRINIVASAN, S. (2001). "The Global Internet Shopper: Evidence from Shopping Tasks in Twelve Countries". *Journal of Advertising Research*, 41, (3), pp.15–23.
- MAASSEN, G.F. (1999). An internacional comparison of corporate governance models. Spencer Stuart,

Amsterdam.

MACHLUP, Fritz (1967). "Theories of the Firm: Marginalist, Behavioral, Managerial". *The American Economic Review*, vol. LVII, nº 1.

MAHER, M Y ANDERSON, T (2000). "Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth". Working Paper. OCDE.

MAHMOOD, M.A.; BAGCHI, K. y FORD, T.C. (2004). "On-line shopping behavior: Cross-country empirical research". *International Journal of Electronic Commerce*, 9, (1), pp. 9–30.

MALINOWSKY, B. (1922). *Argonauts of the western Pacific*. Routledge & Keagan Paul. Londres.

MANNE, H. (1966). "Insider Trading and the Stock Market". Edición gratuita.

MARCELLA, A.J. (1999). *Establishing Trust in Vertical Markets*, The Institute of Internal Auditors, Altamonte Springs, Florida.

MARSH, P. (1992). "Short-termism". En *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, ed. Newman, P.; Milgate, M. y Eatwell, J. Macmillan Press, Londres, 3, pp. 446-453.

MARKUS, M. L. (1988). *Information richness theory, managers and media choice*. Paper presentado a la Academy of Management, Anaheim, California.

MARSDEN, C. y ANDRIOF, J. (1998). "Towards an understanding of corporate citizenship and how to influence it". *Citizenship Studies*, 2, pp. 329-352.

MARSTON, C. L. y POLEI, A. (2004). "Corporate reporting on the Internet by German companies". *International Journal of Accounting Information System*, 5, pp. 285–311.

MARSTON, C. L. y POLEI, A. (2002). *Corporate reporting on the Internet by German companies*. Paper en: Sixth Annual Conference on Financial Reporting and Business Communication. Cardiff University, Cardiff.

MARSTON, C. L y SHRIVES, P. J. (1991). "The use of disclosure indices in accounting research: a review article". *Brithish Accounting Review*, 23, (3), pp. 195–210.

MARTIN, J. D.; COX, S. H. y MACMINN, R. D. (1988). *The teory of finance*. Dryden Press. Chicago.

- MAUG, E. (1998). "Large Shareholders as Monitors: Is there a Trade-Off Liquidity and Control?". *Journal of Finance*, 53, (1), pp. 65-97.
- MAYER, R. C.; DAVIS, J. H. y SCHOORMAN, F. D. (1995). "An integrative model of organizational trust". *Academy of Management Review*, 20, pp. 709-734.
- MAZO, J.M. (1994). *Estructuras de la comunicación por objetivos*. Ariel. Barcelona.
- McALLISTER, D. (1995). "Affect and cognition based trust as foundations for interpersonal cooperation in organizations". *Academy of Management Journal*, 38, (1), pp. 24-59.
- McCATHY, T. H. (1993). "La pragmática de la razón comunicativa". *Isegoría*, 8, pp. 67.
- McCONNELL, J. J. y SERVAES, H. (1990). "Additional evidence on equity ownership and corporate value". *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 595-612.
- McCONNELL, J. J.; MUSCARELLA, C. (1985). "Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm". *Journal of Financial Economics*, 14, pp. 399-422.
- McDONALD, D. Y MAKIN, P., (2000). "The psychological contract, organizational commitment and job satisfaction of temporary staff". *Leadership & Organization Development Journal* 21, (2), pp. 84-91.
- McELROY, M. W. (2001). "Social innovation". *Capital, Draft, Macroinnovation Associates*, July, pp. 1-14.
- McKINNON, J. L.; DALIMUNTHE, L. (1993). "Voluntary disclosure of segment information by Australian diversified companies". *Accounting & Finance*, 33, (1), pp. 33-51.
- McKNIGHT, D. H.; CHOUDHURY, V. y KACMAR, C. (2002a). "Developing and validating trust measures for e-commerce: An integrative typology". *Information Systems Research*, 13, (3), pp. 334-359.
- McKNIGHT, D. H.; CHOUDHURY, V. y KACMAR, C. (2002b). "The impact of initial consumer trust on intentions to transact with a Web site: A trust building model". *Journal of Strategic Information Systems*, 11, (3-4), 297-323.
- McKNIGHT, D. H.; CUMMINGS, L. L. y CHERVANY, N. L. (1998). "Initial trust formation in new organizational relationships". *Academy of Management Review*, 23, pp. 473-490.
- McLUHAN, M. (1964). *Understanding media: The extensions of man*. McGraw- Hill. Nueva York.

- MEAD, G. H. (1982). *Espíritu, persona y sociedad*. Editorial Paidós. Madrid.
- MEEK, G. K. y GRAY, S. J., (1989). "Globalization of stock markets and foreign listing requirements: voluntary disclosure by continental European companies listed on the London stock exchange". *Journal of International Business Studies*, 20, (2), pp. 315–338.
- MEISNER, N. B. (1980). The information bus in the automated office. In N. Naffah (Ed.), *Integrated office systems: Burotics*. Amsterdam.
- MELÉ, D. (2003). "Organizational humanizing cultures: do they generate social capital?". *Journal of Business Ethics*, 45, pp. 3-14.
- MENÉNDEZ, A. (2003). *Lecciones de derecho mercantil*. Ediciones Cívitas. Madrid.
- MENENDEZ REQUEJO, S. (2001). "Estructura de capital de la empresa española ante problemas de riesgo moral y selección adversa". *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresa*, 10, pp. 485-498.
- MESSNER, D. (1999). "Del estado céntrico a la "sociedad de redes". Nuevas exigencias a la coordinación social". En LECHNER, N.; MILLÁN, R. y VALDÉS, F. (Eds.), *Reforma del Estado y Coordinación Social*, Plaza y Valdés. México.
- MEUTER, M. L., OSTROM, A. L.; ROUNDTREE, R.I. y BITNER, M.J. (2000). "Self-Serviee Technologies: Understanding Customer Satisfaction with Technology-Based Service Encounters". *Journal of Marketing*, 64, (3), pp.50-64.
- MEYER, J. W. (1986). "Social environment and organizational accounting". *Accounting Organization Society*, 11, pp. 345–56.
- MILES, G.; MILES, R.E.; PERRONE, V. y EDVINSSON, L. (1998). "Some conceptual and research barriers to the utilization of knowledge". *California Management Review*, 40, (3), pp. 281-288.
- MILGROM, P. (1981). "Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications". *Bell Journal of Economics*, 12, pp. 380-391.
- MILLER, G. (1992). *Managerial dilemmas: The political economy of hierachy*. Cambridge University Press. Cambridge.
- MILLER, G. y PIOTROSKI, J. (2000). "The Role of Disclosure for High Book-to-market Firms". Working Paper, Harvard University. Harvard.

- MINTZBERG H. (1991). "An emerging strategy of direct Research". *Administrative Science Quarterly*, 24, pp. 580-589.
- MORAN, W. T. (1986). "The science of qualitative Research". *Journal of Advertising Research*, 26.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A. y VISHNY, W. (1990). "Do managerial objectives drive bad acquisitions?". *Journal of Financial Economics*, 25, pp. 31-48.
- MOLINA, F.X. y MARTINEZ, M. T. (2005). *Over-embeddedness and under-exploration issues in cohesive networks. An application to the territorial clusters. Knowledge and Regional Economic Development. Barcelona.*
- MOORMAN, C.; DESHPANDÉ, R. y ZALTMAN, G. (1993). "Factors Affecting Trust in Market Research Relationships". *Journal of Marketing*, 57, (1), pp. 81-101.
- MOORMAN, C.; ZALTAM, G. y DESHANDÉ, R. (1992). "Relationships Between Providers and Users of Market Research: The Dynamics of Trust Within and Between Organizations," *Journal of Marketing Research*, 29, 314-29.
- MOORTHY,S.; RATCHFORD, B.T. y TALUKDAR, D. (1997). "Consumer Information Search Revisited," *Journal of Consumer Research*, 23, pp. 263-77.
- MORAN, T. P. (1981). *The command language grammar: a representation for the user interface of interactive.* MIT University Press, Cambridge.
- MORGAN, G. (1990). *Imágenes de la empresa.* Editorial RA-MA. Madrid.
- MORGAN, R. Y HUNT, S. (1994). "The Commitment-Trust Theory of Relationship Marketing". *Journal of Marketing*, 58, (3), pp. 20-38.
- MORISON,E. y ROBINSON,S. (1997). "When employers feel betrayed: A model of how the psychological contract violation develops". *Academy of Management Review*. 22, (1), pp. 226- 256.
- MUNIZ, A. M. Jr. y O'GUINN, T. C. (2001). "Brand Community." *Journal of Consumer Research*, 27, pp. 412-432.
- MUÑOZ PAREDES, J. M. (2004). *Nuevas tecnologías en el funcionamiento de las Juntas generales y de los consejos de administración.* Editorial Civitas. Madrid

- MURPHY, D. (1996). "Fishing by the Net". Marketing. Agosto, pp.25-27.
- MURPHY, K. (1998). Executive compensation. En ASHENFELTER, O. HART, D (Eds.), Handbook of LabourEconomics, North Holland. Amsterdam.
- MURPHY, K. (1997). "Executive compensation and the Modern Industrial Revolution". International Journal of Industrial Organization, 15, (4), pp. 417-425.
- MURPHY, K.; ZIMMERMAN, J. (1993). "Financial performance surrounding CEO turnover". Journal of Accounting and Economics, (16), (1-3), pp. 273-315.
- MYERS, S. (1977). "Determinants of Corporate Borrowing". Journal of Financial Economics, 5. pp. 147-175.
- MYERS, S.C. y MAJLUF, N. S. (1994). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". Journal of Financial Economics, 13, (2), pp. 187-221.
- NAHAPIET, J. y GHOSHAL, S. (1996). "Social Capital, Intellectual Capital, and the Organizational Advantage". Academy of Management Review, 23, (2), pp. 242-266.
- NATH. R.; AKMANLIGIL, M.; HJELM, K.; SAKAGUCHI, T. y SCHULT, M. (1998). "Electronic Commerce and the Internet: Issues, Problems, and Perspectives". International Journal of Information Management, 8, (2), pp. 91-101.
- NEWTON, K. (1997). "Social capital and democracy". American Behavioral Scientist, 40, (5), pp. 575-586.
- NELSON R., P y WINTER S.G. (1982). An Evolutionary Theory of Economic Change. Reeditado en 1997. En FOSS, N.J. (Ed), Resources Firms and Strategies: A Reader in the ResourceBased Perspective. Oxford University Press, Nueva York.
- NIELSEN, J. (1993). Usability Engineering. AP Professional. Boston.
- NOE, T.H. (1997). "Insider Trading and the problem of corporate agency". Journal of Law, Economics & Organization, 13, (2), pp. 287-318.
- NONAKA, I. y TAKEUCHI, H. (1995). The knowledge-creating company. How Japanese companies create the dynamics of innovation. Oxford University Press, Nueva York.
- NOVAK, T. P.; HOFFMAN, D. L. y YUNG, Y. F. (2000). "Measuring the Customer Experience in Online Environments: A Structural Modeling Approach". Marketing Science, 19, (1), pp. 22-42.

- O'CONNELL, S. E. (1988). Human communication in the high tech office. En GOLDHABER G. M. y BARNETT, G. A. (Eds.), Handbook of organizational communication. Ablex . Norwood, NJ:.
- O'SULLIVAN, N. (2000). "The Impact of Board Composition and Ownership on audit. Quality: Evidence from Large UK Companies". British Accounting Review , 32, pp. 397-414
- O'REALLY, C.A.; CALDWELL, D.F. y BARNETT, W.P. (1989). "Work group demography, social integration and turnover". Administrative Science Quarterly, 34, pp.21-37.
- OECD (1999). OECD Science, Technology and Industry Scoreboard 1999: Benchmarking Knowledge-based Economies. Organisation for Economic Cooperation and Development, 24 September 1999. Disponible en: [http://www.oecd.org/dsti/sti/stat-ana/prod/scorebd\\_summ.htm](http://www.oecd.org/dsti/sti/stat-ana/prod/scorebd_summ.htm).
- OFFE, C. (2003). El diseño institucional en los procesos de transición de Europa del este. En GOODIN, R. E. (Eds.) Teoría del diseño institucional. Editorial Gedisa. Barcelona.
- OPLER, T. C.; SOKOBIN, J. (1998). "Does Coordinated Institutional Shareholder Activism Work? An Analysis of the Council of Institutional Investors". Disponible en: <http://fisher.osu.edu/fin/faculty/opler/ciiweb/index.htm>
- OSILI, U. O. y PAULSON, A. (2004). Prospects for Immigrant-Native Wealth Assimilation: Evidence from Financial Market Participation. Working Paper WP 2204-18. Federal Reserve Bank of Chicago. Chicago. Disponible en: [http://www.lgu.umd.edu/lgu\\_v2/homepages/attachs\\_Homepage/7036\\_Paulson\\_Paper.pdf](http://www.lgu.umd.edu/lgu_v2/homepages/attachs_Homepage/7036_Paulson_Paper.pdf)
- OVIATT, B. M. (1988). "Agency and transaction cost perspectives on the manager-shareholder relationship: incentives for congruent interest". Academy of Management Review, 13, pp. 214-225.
- OYELERE, P.; LASWAD, F. y FISHER, R. (2003). "Determinants of Internet financial reporting by New Zealand companies". Journal of International Finance & Management Accounting, 14, (1), pp. 26-63.
- PACANOWSKY, M. E. y O'DONNELL-TRUJILLO, N. (1984). "Organizational communication as cultural performance. Communication Monographs, 50, pp. 126-147.
- PADILLA MELÉNDEZ, A. (1998). Teletrabajo: Dirección y Organización. RA-MA. Madrid.
- PAGANO, M.; PANETTA, F.; ZINGALES, L. (1998). "Why do Companies Go Public? An Empirical Analysis". Journal of Finance, 53, (1), pp. 27-63.

- PALACIN, M<sup>a</sup> J. (1997). El mercado de control de empresas: el caso español. Ed. Ariel Economía. Madrid.
- PALMER, J.; BAILEY, J. P. y FARAJ, S. (2000). "The role of intermediaries in the development of trust on the WWW: the use and prominence of trusted third parties and privacy statements". *Journal of Computer Mediated Communication*, 5, (3). Disponible en: <http://www.jcmc.indiana.edu/vol5/issue3/palmer.html>
- PAN, X.; RATCHFORD, B.T. y SHANKAR, V. (2001). Why Aren't the Prices of the Same Item the Same at Me.com and You.com?: Drivers of Price Dispersion Among E-Tailers. Working Paper MD 20742, University de Maryland, College Park. Maryland.
- PAN, X.; RATCHFORD, B.T. y SHANKAR, V. (2002). "Price dispersion in online markets be explained by differences in e-tailer service quality?". *Journal of Academy of Marketing Science*, 30, (4), pp. 433–446.
- PARK, H.W.; BARNETT, G.A. y NAM, I.-Y. (2002). "Hyperlink-affiliation network structure of top Web sites: Examining affiliates with hyperlink in Korea". *Journal of the American Society for Information Science and Technology*, 53, (7), pp. 592–601.
- PARKS, M. R. y FLOYD, K. (1996). "Making Friends in Cyberspace". *Journal of Communication* 46, (1), pp. 80-97.
- PAULUS, O. y ROTH, F. (2000). "Une grille pour une comparaison internationale des gouvernements d'entreprise: application au cas de la France et de l'Allemagne sous l'angle de la confiance". XV Journées nationales des IAE. Bayona-Biarritz.
- PAVLOU, P.A.(2003). "Consumer acceptance of electronic commerce: Integrating trust and risk with the Technology Acceptance Model". *International Journal of Electronic Commerce*, 7, (3), 101–134.
- PEARCE, J.A. Y ZAHRA, S.A. (1992). "Board compensation from a strategic contingency perspective". *Journal of Management Studies*, 29, pp. 411-438.
- PEARCE, J.L., BRANYICZKI, I., BIGLEY, G.A. (2000). "Insufficient bureaucracy: trust and commitment in particularistic organizations". *Organization Science*, 11, (2), pp. 148–162.
- PEASNELL, K., POPE, P AND YOUNG, S. (2001). "The Characteristics of Firms Subject to Adverse Rulings by the Financial Reporting Review Panel". *Accounting and Business Research*, 31, (4), pp. 291-311.
- PELTIER, J.W. y WESIFALL, J.E. (2000). "Dissecting the HMO-Benefits Managers Relationship; What to Measure and Why". *Marketing Health Service*, 20, (2), pp. 4-13.

- PENMAN, S.H. (1982). "Insider Trading and the Dissemination of Firm's Forecast Information". *Journal of Business*, octubre, pp. 479-504.
- PENNINGTON, R.; WILCOX, H. D. y GROVER, V. (2003). "The role of system trust in business-toconsumer transactions". *Journal of Management Information Systems*, 20, (3), pp. 197-226.
- PEPPERS, D., ROGERS, M. y DORF, B. (1999). "Is Your Company Ready for One-to-one Marketing?" *Harvard Business Review*, 77, (1), pp. 151-158.
- PÉREZ DÍAZ, V. (2001). "Organización civil y sociedad civil: el gobierno de las empresas de las economías avanzadas". En DEL CAMPO, S. (ed.), *Perfil de la Sociología española*. Editorial Catarata. Madrid.
- PERROW, C. (1993). *Sociología de las organizaciones*. McGraw-Hill. Madrid.
- PETERSON, R.A. (1995). "Relationship Marketing and the Consumer". *Journal of the Academy of Marketing & Science*. 23, (4), pp. 278-281.
- PETTIGREW, A. M. (1992). "The character and significance of strategy process research". *Strategic Management Journal*, 13, pp. 5-16.
- PFEFFER, J. (1972). "Merger as a response to organizacional interdependence". *Administrative Science Quartely*, 17, pp. 382-394.
- PIRCHEGGER, B.; SCHADER, H, y WAGENHOFER, A. (1999). "Financial information on the Internet. A survey of the homepages of Austrian companies". *European Accounting Review*, 8, (2), pp. 383-395.
- POPPO, L. y ZENGER, T. (2002). "Do formal contract and relational governance function as substitutes or complements?". *Strategic Management Journal*, 23, pp. 707-725.
- PORTALES, C.; RICART, J.E. y ROSANAS, J. M. (1998). Understanding trust to build strong relationship in organizations. En HITT, M; RICART, J. E. y NIXON, D. R. (Eds.), *Managing strategically in an interconnected world*. Editorial John Wiley and Sons. Nueva York.
- PORTES, R y REY, H. (2000). "The determinants of cross-border equity flows". NBER. Papeles de trabajo nº w7336. Oficina Nacional de Investigación Económica. Cambridge. Massachusetts
- PRAHALAD, C.K. y HAMEL G. (1990). The Core Competence of the Corporation. *Harvard Business Review*, pp. 79-91. Existe artículo en español 1991: "La organización por unidades estratégicas de negocios ya no sirve", *Harvard Deusto Business Review*. pp.: 4764.

- PRESSMAN, R. (2001). *Software Engineering: A Practitioner's Approach*, 5ª edición. Mc Graw-Hill.
- PROWSE, S. (1995). "Corporate governance in a internacional perspectiva: A survey of corporate control mechanisms among large firms in the U.S., U.K., Japan y Germany". *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 4, pp. 1-63.
- PRUSAK, L. (1998). "Presentation to the conference board". *Conference on Knowledge Management and Organizacional Learning*, abril. Chicago.
- PUTNAM, R. (2000). *La importancia del capital social*. Editorial Proa. Barcelona.
- PUTNAM, R. (1994). *Para hacer que la democracia funcione*. Editorial Galac. Caracas.
- PUTNAM, R. (1990). *Making democracy works*. Princeton University Press. Princeton.
- QUNITANILLA PARDO, I. (1997). *Psicología Económica*. McGraw-Hill, Interamericana de España. Madrid.
- RAFFOURNIER, B. (1995). "The Determinants of Voluntary Financial Disclosure by Swiss Listed Companies", *The European Accounting Review*, 4, (2), pp. 261-280.
- RAJAN, R. G. Y ZINGALES, L. (2000). *The corporate of the new enterprise*. En VIVES, X. (Eds.), *Corporate governace; theoretical and empirical perspectives*. Cambridge University Press. Cambridge.
- RAJAN, R. G. Y ZINGALES, L. (1998). "Power in a theory of the firm". *Quarterly Journal Economics*, 113, pp. 387-432.
- RATCHFORD, B. T.; PAN, X. y SHANKAR V. (2003). "On the Efficiency of Internet Markets". *Journal of Public Policy & Marketing*, 22, (1), pp. 4-16.
- RECHNER, P. y DALTON, D.R. (1991). "CEO duality amd organizacional performance a longitudinal análisis". *Strategic Management Journal*, 12, (2), pp. 155-160.
- RED.ES (2006) *Informe del Observatorio de las Comunicaciones y la Sociedad de la Información sobre la penetración de Internet en España*. Disponible en línea en [www.red.es](http://www.red.es)
- REINCHHELD, F.E. (1993). "Loyalty-Based Management". *Harvard Business Review*, 71, (2), pp. 64-73.
- RESCHER, N. (1999). *Razón y valores en la era científico-tecnológica*. Editorial Paidós. Barcelona.
- RICE, R. E. (1984). *Mediated group communication*. En RICE, R. E. y asociados (Eds.), *The new media:*

Communication, research, and technology. Sage. Beverly Hills.

RICE, R. E. (1982). Communication networking in computer conferencing systems: A longitudinal study of group roles and system structure. En BURGOON, M. (Ed.), *Communication yearbook 6*. Sage. Beverly Hills.

RICE, R. E. (1980). The impact of computer-mediated organizational and interpersonal communication. EN WILLIAMS, M. (Ed.), *The annual review of information science and technology*. Knowledge Industry Publications. White Plains, Nueva York.

RICE, R. E., y CASE, D. (1983). "Computer-based messaging in the university: A description of use and utility". *Journal of Communication*, 33, pp.131-152.

RICE, R. E., y LOVE, G. (1987). "Electronic emotion: Socioemotional content in a computer-mediated communication network". *Communication Research*, 14, (1), pp. 85-108.

RIEL, van C. B. M. (1997). *Comunicación corporativa*. Prentice Hall. Madrid.

RIEMENSCHNEIDER, C. K.; HARDGRAVE, B. C. y DAVIS, F. R. (2002). "Explaining software developer acceptance of methodologies: A comparison of five theoretical models". *IEEE Transactions on Software Engineering*, 28, (12), pp.1135-1145.

ROBINSON, S. (1996). "Trust and Breach of the Psychological Contract.". *Administrative Science Quarterly*, 41, pp. 574- 599.

ROBINSON, S.; KRAATZ, M. y ROUSSEAU, D. (1994). "Changing obligations and the psychological contract An longitudinal study". *Academy of Management Journal*, 37, pp. 137-153.

RODRÍGUEZ ADRADOS A. (2004). *Firma electrónica y documento electrónico*. Editorial Aranzadi. Estella. Navarra.

RODRÍGUEZ ARTIGAS F. (1990). *La representación del accionista en la Junta General de la sociedad anónima*. Editorial Cívitas. Madrid

RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, J. M. (2003). *El gobierno de la empresa: un enfoque alternativo*. Ediciones Akal. Madrid.

ROE, M. (2002). *Strong Managers, Weak Owners*. Princeton University Press. Princeton. Nueva York.

- ROGERS, E. M. (1996). *Diffusion of Innovations*. The Free Press. Nueva York.
- ROMANO, R. (1993). *The Genius of American Corporate Law*. American Enterprise Institute Press, Washington.
- RONCERO SANCHEZ. A. (1996). *La representación del accionista en la Junta General de la sociedad anónima*. Editorial Cívitas. Madrid.
- ROND, M. de, y BOUCHIKHI, H., (2004). "On the Dialectics of Strategic Alliances". *Organization Science*, 15, (1), pp. 56-69.
- ROSENFELD, L. y MORVILLE, P. (2002). *Information Architecture for the World Wide Web*. O'Reilly (2nd Ed.). Sebastopol. California.
- ROSENSTEIN, S. y WYATT, J. G. (1990). "Outside directors, board independence and shareholder wealth". *Journal of Financial Economic*, 26, pp. 175-191.
- ROSSON, M. B. y CARROLL, J. M. (2002). *Usability Engineering: scenario-based development of HCI*. Morgan Kaufmann. San Francisco.
- ROTH, A. E. (1987). *Laboratory experimentation in economics-six points of view*. Cambridge University Press. Cambridge.
- ROTTER, J. B. (1971). "Generalized expectancies for interpersonal trust". *American Psychologist*, 26, pp. 245-250.
- ROUSSEAU, D. (1990). "New hire perceptions of their own and their employees obligations: A study of psychological contracts in organizations". *Journal of Organizational Behavior*, 11, (5), pp. 389-401.
- ROUSSEAU, D. (1989). "Psychological and implied contracts in organizations". *Employee/Responsibilities and Rights Journal*, 2, 121- 139
- ROUSSEAU, D. y MC LEAN PARKS, J. (1993). *The contracts of individuals and organizations*. En: CUMMINGS, L.L. y STOW, B. (Eds.), *Research in organizational behavior*, 15, 1- 47. JAI Press Greenwich. Londres.
- ROUSSEAU, D. M.; SIM B. B., BURT, R. S. y CAMERER, C. (1998). "Not So Different After All: A Cross-Discipline View of Trust," *Academy of Management Review*, 23, (3), pp. 393-404.

- ROVEDA, C. y CIBBORA, C. (1981). Impact of information technology on organizational structures. In Microelectronics, productivity and employment. Organización para la cooperación económica y el desarrollo. Paris.
- SABEL, C. F. (1993). Constitutional ordering in historical context. En SCHARPF, F. W. (Eds.), Games in hierarchies and networks. Westview. Boulder. Colorado.
- SALAS FUMÁS, V. (2000). El gobierno de la empresa. Colección de Estudios Económicos de la Caixa, núm. 29. Barcelona.
- SALAS FUMÁS, V. (1999). El gobierno de la empresa. Documento d' Economía Industrial, núm. 11. Barcelona
- SALAS FUMÁS, V. (1987). Economía de la Empresa: Decisiones y Organización, Ariel, Barcelona.
- SALVADOR FIGUERAS, M (2003). "Análisis de Correspondencias". Disponible en 5campus.com, Estadística <http://www.5campus.com/leccion/correspondencias>.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A, (1994). "La acción y los derechos del accionista" En las acciones, tomo IV-1º del Comentario al régimen legal de la sociedades mercantiles. Madrid.
- SAUDARAN, S. (2001). International accounting: a user perspective. Thomson Learning. South-Western, Londres.
- SAUDARAN, S. y DIGA, G.K. (1997). "A review of research in the relationship between international capital markets and financial reporting by multinational firms". Journal of Accounting Literature, 16, pp. 127-159.
- SCHARFSTEIN, D.S. y STEIN, J.C. (1990). "Herd behavior and Investment". The American Economic Review, 80, (3), pp. 465-479.
- SCHEIN, E. (1965). Organizational psychology. Prentice Hall. Englewood Cliffs, Nueva Jersey.
- SCHLOSSER, A. E., WHITE, E. T. y LLOYD, S. M. (2003), "Signaling Trustworthiness: The Influence of Character vs. Competence Perceptions on Online Purchase Intentions," working paper, Universidad de Washington Business School. Washington.
- SCHARPF, F. (1993). Coordination in hierarchies and networks. En SCHARPF, F. W. (Eds.), Games in hierarchies and networks. Westview. Boulder. Colorado.

- SCHMITZ, J. (1987). Electronic messaging: System use in local governments. Paper presented to the International Communication Association, Montreal. Canada.
- SCHNEIDERMAN, B. (2000). "Designing trust into online experiences". *Communications of the ACM*, 43, (12), pp. 57-59.
- SCHRAGE, M. (1999). "The Next Step in Customization". *Mc Technology Marketing Intelligence*, 8, agosto, pp. 20-21.
- SELTEN, R. (2001). What is bounded rationality?. En GIGERENZER, G. y SELTEN, R. (Eds.) *Bounded Rationality: the adaptative toolbox*. MIT Press. Cambridge.
- SELTEN, R. (1998). "Features of experimentally observed bounded rationality". *European Economic Review*, 42, (25), pp. 413-436.
- SEN, A. (1997). "Economics business principles and moral sentiments". *The Journal of the Society for Business Ethics*, 7, (3).
- SENGUPTA, P. (1998). "Corporate disclosure quality and the cost of debt". *Accounting Review*, 73, (4), 459-474.
- SHANKAR, V.; SMITH, A. y RANGASWANY, A. (2003). "Customer Satisfaction and Loyalty in Online and Offline Environments," *International Journal of Research in Marketing*, 20, (2), pp. 153-175.
- SHANKAR, V.; SULTAN, F.; URBAN, G. L., BART, I., (2002). *The Role of Trust in Online Customer Support*. Working Paper, Sloan School of Management, MIT, Cambridge.
- SHANKAR, V.; RANGASWANY, A. y PUSARETI, M. (2001). "The Online Medium and Customer Price Sensitivity". Working paper, Smeal College of Business, Pennsylvania.
- SHAPIRO, S. P. (1987). "The social control of impersonal trust". *American Journal of Sociology*, 93, pp. 623-658.
- SHAPIRO, A. C. y BALBER S. D. (2000). *Modern corporate finance*. Upper saddle river. Prentice-Hall. Nueva Jersey.
- SHEPSLE, K. A. (2003). Acuerdos políticos en los marcos institucionales. En GOODIN, R. E. (Eds.) *Teoría del diseño institucional*. Editorial Gedisa. Barcelona.

- SHIVDASANI, A. y YERMACK, D. (1999). "CEO involvement in the selection of new board members: an empirical analysis". *The Journal of Finance*, LIV, (5), pp. 1829-1853.
- SHLEIFER, A. y VISNHY, R.W. (1996). "A survey of corporate governance". NBER Working Paper, 5554. Cambridge. Massachusetts.
- SHLEIFER, A. y VISNHY, R.W. (1986). "Large shareholders and corporate control". *Journal of Political Economy*, 94, (3), pp. 458-461.
- SHORT, H; KEASEY, K; WRIGHT, M Y HULL, A.(1999). "Corporate Governance: From Accountability to Enterprise". *Accounting and Business Research*, 29, (4), pp. 337-352.
- SHORT, J., WILLIAMS, E. y CHRISTIE, B. (1976). *The social psychology of telecommunications*. Wiley. Londres.
- SIMMEL, G. (1978). *The philosophy of money*. Routledge & Kegan Paul. Boston.
- SITKIN, S.B. y BIES, R. J. (1994). *The legalistic organization*. Sage. Thousand Oaks. California.
- SITKIN, S.B. y ROTH, N. L. (1993). "Explaining the limited effectiveness of legalistic "remedies" for trust/distrust". *Organizational Science*, 4, pp. 467-392.
- SKINNER, D. J. (1994). "Why firms voluntarily disclose bad news". *Journal of Accounting Research*, 32, (1), pp. 38-60.
- SMITH, A. (1776). *La riqueza de las naciones*. Editorial Alianza. Madrid. Disponible en inglés en: <http://socserv2.socsci.mcmaster.ca/~econ/ugcm/3ll3/smith/wealth/index.html>
- SMITH, A. (1994). "Competencia imperfecta y comercio internacional". *Información Comercial Española*, 755, pp. 33-46.
- SMITH, M. (1999). "Personality issues and their impact on accounting and auditing". *Managerial Auditing Journal*, 14, (9), pp. 45-46.
- SMITH, M., BAILEY, J. y BRYNJOLFSSON, E. (2000). *Understanding digital markets: review and assessment*. En BRYNJOLFSSON, E. y KAHIN, B. (Eds.), *Understanding the Digital Economy*, MIT Press, Cambridge.
- SIMON, H. A. (1993). "The human mind: the symbolic level". *Proceedings of the American Philosophical*

Society, 137, pp. 638-647.

SIMON, H. A. (1983). Reason in human affairs. Stanford University Press. Stanford.

SIMON, H.A. (1973). Las ciencias de lo artificial. A.E.T. Barcelona.

SIMON, H. A. (1964). Racionality. En GOULD, J. y KOLB, W. L. (Eds.) A dictionary of the social sciences. The Free Press, pp. 573-574. Glencoe, Escocia.

SIMON, H. A. (1960). The new science of management decision harper and row. MacMillan. Nueva York.

SIMON, H. A. (1957). Administrative Behavior. 2ª edición. MacMillan New. York. Edición española de LAZARO ROS, A. (1962). El comportamiento administrativo. Aguilar. Madrid.

SIMON, H. A. (1957). "Further remarks on the causal relation". Journal of Philosophy, 52, pp. 20-21.

SIMON, H. A. (1947). Administrative Behavior. MacMillan. Nueva York.

SINGH, H. y DAVIDSON, W. N. (2003). "Agency cost, ownership structure and corporate governance mechanisms". Journal of Banking & Finance, 27, pp. 793-816.

SO, S. y Smith, M. (2003). "The impact of presentation format and individual differences on the communication of information for management decision making". Managerial Auditing Journal, 18, nº 1.

SPAUL, B. (1997). Corporate dialogue in the digital age. London: The Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW). Londres.

SPENDER, J. (1996) "Making knowledge the basis of a dynamic theory of the firm". Strategic Management Journal, 17, pp. 45-62.

SPIRA, L. F. (1999). "Ceremonies of governance: perspectives on the role of the audit committee". Journal of Management and Governance, 3 pp. 231-260.

SPROUL, L., y KIESLER, R. (1986). "Reducing social context cues: Electronic mail in organizational communication". Management Science, 32, pp.1492-1512.

SRINIVASAN, S.S.; ANDERSON, R. y PONNAVOLU, K. (2002). "Customer Loyalty in e-Commerce: an Exploration of its Antecedents and Consequences". Journal of Retailing, 78, (1), pp. 41-50.

STEINFELD, C. (1992). "Computer-Mediated Communications in Organizational Settings. Emerging

- Conceptual Frameworks and Directions for Research". *Management Communication Quarterly*, 5, (3), pp. 348-365.
- STEINFIELD, C. (1990). *Organizational communication via computer: Electronic mail at the Xerox Corporation*. En SYPHER, B. (Ed.). *Case studies in organizational communication*. Guilford. Nueva York.
- STEINFIELD, C. (1985). *Dimensions of electronic mail use in organizations*. En PEARCE, J. y ROBINSON, R. (Eds.) *Proceeding of the annual meeting of the Academy of Management*. Mississippi State University, Academy of Management. Mississippi.
- STEINFIELD, C.; BOUWMAN, H. y ADELAAR, T. (2002). "The dynamics of click-and-mortar electronic commerce: Opportunities and management strategies". *International Journal of Electronic Commerce*, 7, 1, pp. 93-119.
- STERNE, J. (2002). *Web Metrics: Proven Methods for Measuring Web Site Success*. John Wiley & Sons. Hoboken, Nueva Jersey.
- STEVENS, J. (1996) *Applied Multivariate Statistics for the Social Sciences*. Lawrence Erlbaum. Mahwah, Nueva Jersey.
- STEWART, F. y Steve CONWAY, S. (1996). "Networks, tacit knowledge and innovation". En COOMS, R.; RICHARDS, A.; SAVIOTTY, P. P. y WELSH, V. (Eds.), *Technological Collaboration: the Dynamics of Cooperation in Industrial Innovation*. Edward Elgar, Cheltenham.
- STEWART, K. J. (2003). "Trust transfer on the World Wide Web". *Organization Science*, 14, (1), pp. 5-17.
- STIGLER, G. J., (1961). "The Economies of Information". *Journal of Political Economy*, 69, pp. 213-225.
- STIGLITZ, J. (1998). "Towards a new paradigm for development: strategies, policies and processes". *Business Ethics*, 7, (3), julio.
- STRICKLAND, D.; WILES, K.; ZENNER, M. (1996). "A requiem for the USA. Is small shareholder monitoring effective?". *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 319-338.
- STULZ, R. M. (1990). "Managerial discretion and optimal financing policies". *Journal of Financial Economics*, 26, pp. 3-27.
- SUH, B., y HAN, I. (2003). "The impact of consumer trust and perception of security control on the acceptance of electronic commerce". *International Journal of Electronic Commerce*, 7, (3), pp. 135-161.

- SULTAN, F., URBAN, G.L., SHANKAR, V., BART, I. (2002). Determinants and Consequences of Trust in e-Business. Working Paper, Sloan School of Management, MIT, Cambridge.
- SUTCLIFFE, A. (2003). Scenarios, Models and the Design Process in Software Engineering and Interactive Systems Design. Human-Computer Interaction: theory and Practice (volume 1). Lawrence Erlbaum Associates. Nueva Jersey.
- SUTCLIFFE, A. (2002). User-Centred Requirements Engineering. Theory and Practice. Springer-Verlag. Londres.
- SVENNING, L. (1982). Explaining predispositions toward telecommunications innovations: The influence of individual, contextual, and innovation factors on attitudes, intentions, and projections toward video-conferencing. Unpublished doctoral dissertation, University of Southern California, Annenberg School of Communications, Los Angeles.
- SZEWCZYK, S. H.; TSETSEKOS, G. P. Y ZANTOUT, Z. (1996). "The valuation of corporate R&D expenditures: evidence from investment opportunities and free cash flow". *Financial Management*, 25, (1), pp. 105-110.
- SZULANSKI, G. (1996) "Exploring Internal Stickiness: Impediments to the Transfer of Best Practice Within the Firm". *Strategic Management Journal*, 17, pp. 27-43.
- SZYMANSKI, D.M y HISE, R.T. (2001). 'E-Satisfaction: An Initial Examination'. *Journal of Retailing*. 76, (3), pp. 309-322.
- SZYMANSKY, D. M.; BAHRADWAJ, S. G. y VARADAJAN, P. R. (1993). "An análisis of the market shareprofitability relationship". *Journal of Marketing*, 57, pp. 1-18.
- TAJFEL, H. y TURNER, J. C. (1986). The social identity theory of intergroup behaviour. En WORCHEL, S. y AUSTIN, W. (Eds.), *Psychology of inter group relations*. Austin Nelson Hall. Chicago.
- TALLMAN, S.; JENKINS, M.; HENRY, N.; PINCH, S. (2004). "Knowledge, clusters, and competitive advantage". *Academy of Management Review*, 29, pp. 258-271.
- TAN, Y. H., y THOEN, W. (2000). "Toward a generic model of trust for electronic commerce". *International Journal of Electronic Commerce*, 5, (2), pp. 61-74.
- TEECE, D.J. (1986): "Transactions cost economics and the multinational enterprise". *Journal of Economic*

- Behavior and Organization, 7, pp. 21-45.
- TEECE, D.J.; PISANO, G.; SHUEN, A. (1997). "Dynamic capabilities and strategic management". Strategic Management Journal, 18, (7), pp. 509-533.
- TEECE, D.J.; RUMELT, R.; DOSI, G. y WINTER, S. (1994). "Understanding Corporate Coherence. Theory and Evidence". Journal of Economic Behaviour and Organization, 23, pp. 1-30.
- THOMSEM, S. y PEDERSEN, T. (2000). "Ownership structure and economic performance in the largest European companies". Strategic Management Journal, 21, pp. 689-705.
- TOCQUEVILLE, A. (1989). La democracia en América. Editorial Aguilar. Madrid.
- TREVINO, L., DAFT, R., y LENGEL, R. (1990). Understanding managers' media choices: A symbolic interactionist perspective. En FULK, J. y STEINFELD, C. (Eds.), Organizations and communication technology. Sage. Newbury Park, California.
- TRUEMAN, B. (1986). "Why do managers voluntarily release earnings forecast?". Journal of Accounting and Economics, 8, pp. 53-72.
- TSAI, D. y LEE, C. H. (1999). "Relationships between Consumer Characteristics and Internet". Information Systems Journal, 7, pp. 96-113.
- TSAI, W. y GHOSHAL, S. (1998). "Social capital and value creation: the role of intrafirm networks". Academy of Management Journal, 41, (4), pp.464-476.
- TSUI, A. S. y O'REILLY (1989). "Beyond simple demographic effects: The importance of relational demography in superior-subordinate dyads". Academy of Management Journal, 32, (2), pp. 402-423.
- TURNER, J. C. (1987). Rediscovering the social group. A social categorization theory. B. Blakwell. Oxford.
- URBAN, G. L.; SULTAN, F. y QUALLS, W. (2000). "Making trust the center of your Internet strategy". Sloan Management Review, 1, pp. 39-48.
- URQUIJO, J. L. Y CRESPO, A. (2004). El consejo de administración: conducta, funciones y responsabilidad financiera de los consejeros. Editorial Deusto. Bilbao.
- VAFEAS, N. (1999). "Board meeting frequency and firm performance". Journal of Financial Economics, 53, pp. 113-142.

- VAN de VEN, A. y FERRY, D. (1979). *Measuring and Assessing Organizations*. Wiley. Nueva York.
- VAN SLYKE, C.; COMUNALE, C. L.; y BELANGER, F. "Gender differences in perceptions of Web-based shopping". *Communications of the ACM*, 45, (7), pp. 82–86.
- VANCE, S.C. (1983). *Corporate leadership: boards, directors and strategy*. McGraw-Hill. Nueva York.
- VENKATESH, V.; CHERI, S. y MORRIS, M.G. (2002). "User acceptance enablers in individual decision making about technology: Towards an integrated model". *Decision Sciences*, 33, pp. 297-316.
- VERRECCHIA, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting & Economics*, 5, (3), pp. 179–194.
- WAGENHOFER, A. (1990). The demand for disclosure and actual disclosure by firms. 13th Annual Congress of the European Accounting Association. Budapest.
- WALLACE, R.S.O.; NASER, K; MORA, A. (1994). "The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain". *Accounting and Business Research*, 25, pp. 21-53.
- WALTZ, K. (1999). "Globalization and Governance". *Political science and Politics*, 32, (4), pp. 693-700.
- WALLMAN, S.M.H. (1995). "The future of accounting and disclosure in an evolving world: the need for a dramatic change". *Accounting Horizons*, 9.
- WARREN, M. E. (1999). *Democracy and trust*. CUP. Cambridge.
- WATTS, R. y ZIMMERMAN, J. (1990). "Discretionary Disclosure". *Journal of Accounting and Economics*, 5, pp. 174-194.
- WATTS, R. y ZIMMERMAN, J. (1978). "Towards a positive theory of the determination of accounting standards". *Accounting Review*, 53, pp. 112–134.
- WEALE, A. (2000), "Government by committee. Three principles of evaluation". En CHRISTIANSEN, THOMAS y KIRCHNER (Eds.), *Committee Governance in the European Union*. Manchester University Press. Manchester.
- WEISBACH, M.S. (1988). "Outside directors and CEO turnover". *Journal of Financial Economic*, 20, pp. 431-460.

- WERNERFELT B. (1984). A Resource Based View of the Firm. *Strategic Management Journal*, 5, pp.171-180.  
Reeditado en 1997: *Resources Firms and Strategies: A Reader in the Resource Based Perspective*.  
FOSS, N. J. (Ed), Oxford University Press, Nueva York.
- WHISLER, T. (1984). *Rules of the game: inside the corporate boardroom*. Dow Jones-Irwin. Nueva Jersey.
- WHITENER, E. M.; BRODT, S. E.; KORSGAARD, M. A. y WERNER, J.M.. (1998). "Managers as initiators of trust:an exchange relationship framework for understanding managerial trustworthy behavior". *Academy of Management Review*, 23, (3), pp. 513-530.
- WHITTINGTON, G. (1993). "Corporate Governance and the Regulation of Financial Reporting". *Accounting and Business Research*, 23, (91), pp. 311-319.
- WIBLIN, M. y WOOD, L.A. (1999). "Are all agency resolutions mechanics performance enhancing?" 6º  
Multinational Finance Society Congress, Toronto.
- WIELAN, J. (1993) *Formen des Institutionalierung von moral in amerikanischen. Unternehmen*, Haupt, Stuttgart.
- WILLIAM, B. (1988). *Formal structures and social reality*. En GAMBETTA, D. (Eds.), *Trust, making and breaking cooperative relation*. Basil Blackwell. Oxford.
- WILLIAMSON, O.E. (2002). "The theory of the firm as governance structure: from choice to contract". *Journal of Economic Perspectives*, 16, (3), pp. 171-195.
- WILLIAMSON, O.E. (1993). "Calculativeness, trust and economic organization". *Journal of Law and Economics*, 34, pp. 453-502.
- WILLIAMSON, O.E. (1991). "Comparative economic organization. The analysis of discrete structural alternatives". *Administrative Science Quartely*, 36, pp. 269-296.
- WILLIAMSON, O.E. (1985). *The economic institutions of capitalism*. Free Press. Nueva York.
- WILLIAMSON, O.E. (1975). *Markets and Hierarchies*. The free press coll, Macmillan. Nueva York.
- WILLIAMSON, O.E. (1971). *Managerial discretion, organizational forms and the multidimensional analysis*. En MARRIS R. y WOOD, A. (Eds.), *The corporate economic. Antitrust implications*. Free Press. Nueva York.

- WINTER, S.J.; SAUNDERS, C. y HART, P. (2003). "Electronic window dressing: Impression management with Websites". *European Journal of Information Systems*, 12, (4), pp. 309–322.
- WOOLRIDGE, J.R. (1988). "Competitive Decline and Corporate Restructuring: Is a Myopic Stock Market to Blame?". *Journal of Applied Corporate Finance*, 3, pp. 26-36.
- XIAO, J. Z.; YANG, H, y CHOW, C. W. (2004). "The determinants and characteristics of voluntary Internet-based disclosures by listed Chinese companies". *Journal of Accounting & Public Policy*, 23, pp. 191–225.
- XIAO, J. Z.; JONES, M. J. y LYMER, A. (2002). "Immediate trends in Internet reporting". *European Accounting Review*, 11, (2), pp. 245–275.
- XIE, B.; DAVIDSON III, W.N. y DADALT, D.J. (2003). "Earnings management and corporater governance: the roles of the board and audit committee". *Journal of Corporate Finance*, 9, (3), pp. 295-316.
- YEO, G. H. y ZIEBART, D. A. (1995). "An empirical test of the signaling effect of management's earnings forecasts: a decomposition of the earnings surprise and forecast surprise effects". *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 10, (4), pp. 787–802.
- YERMARCK, D. (1996). "Higher market valuationof companies with a small board of directors". *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 185-213.
- YIN, R. K. (1984). *Case study Research: design and methods*. Sage Publications. Newbury Park, California.
- YOON, S. J. (2002). "The Antecedents and Consequences of Trust in Online Purchase Decisions," *Journal of Interactive Marketing*, 16, (2), pp. 47–63.
- YUDOF, M. G. (1981). *Law, policy and public schools*. *Michigan Law Review*, 79, (4), pp. 774-791.
- ZAHEER, A.; McEVILY, B. y PERRONE, V., (1998). "Does trust matter? Exploring the effects of interorganizational and interpersonal trust on performance". *Organization Science*, 9, pp. 141–159.
- ZAHRA, S.A. y PEARCE, J.A. (1989). "Board of directors and corporate financlial performance: a review and integrate model". *Journal of Management*, 15, (2), pp. 291-334.
- ZAND, D. (1972). *Trust and managerial problem solving*. *Administrative Science Quartely*, 17, pp. 229-239.
- ZEIGLER, B. (1994). "On their own: Employees need computer training. So, why don't they get it?" *The Wall*

Street Journal, 27, R 14.

ZINGALES, L. (2000). "In search of new foundations". Journal of Finance, 55, pp. 1623-1653.

ZINGALES, L. (1998) "Corporate Governance". The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law.  
Disponible en <http://ssrn.com/abstract=46906>.

ZUCKER, L. G. (1986). Production of trust: Institucional sources of economic structure. En STAW, B.M. y CUMMINGS, L.L. (Eds.), Research in Organizational Behaviour. JAI Press. Greenwich. Londres.

## Capítulo 8 Anexos

## 8.1 Anexo 1. Desarrollo del gobierno corporativo electrónico en Europa

A continuación se desarrolla la evolución seguida en el desarrollo de prácticas de gobierno corporativo electrónico en los principales países europeos y Estados Unidos en cinco tablas (ver tablas 8.1 a 8.5), donde se presentan los datos por país: código o legislación, ámbito de aplicación, carácter y aplicación de la tecnología.

**Tabla 8.1 Evolución seguida en el desarrollo de prácticas de gobierno corporativo electrónico en Alemania.**

Código o Legislación	Ámbito de aplicación	Carácter	Aplicación de la tecnología
Código de Berlín (junio 2002)	Cotizadas (recomendadas a todas)	Voluntario (respuesta recomendada)	N/A
Reglas Panel Alemán (julio 2000)	Cotizadas	Voluntario (respuesta recomendada)	N/A
Informe Cromme (diciembre 2001)	Cotizadas (recomendadas a todas)	Obligatorio (copy or explain)	N/A
Ley NaStraG y TransPuG (enero 2001 y enero 2003 respectivamente)	Sociedades Anónimas	Obligatorio	<p>Rige en el principio de permitir y no imponer.</p> <p>Convocatoria de la Junta General de Accionistas:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Obliga a la publicación en el diario oficial, en el formato electrónico de acceso libre (Bundezeiger).</li> <li>▪ Permite la publicación en la web.</li> <li>▪ Permite la comunicación mediante correo electrónico.</li> </ul> <p>Contrapropuestas al orden del día enviadas por los accionistas:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Permite su recepción por correo electrónico.</li> <li>▪ Permite hacerlas accesibles en la web, sustituyéndolas por su envío a los accionistas.</li> </ul> <p>Participación en la Junta:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Representación electrónica.</li> <li>▪ Se permiten las instrucciones de voto online.</li> </ul>

---/---

**Tabla 8.1 Evolución seguida en el desarrollo de prácticas de gobierno corporativo electrónico en Alemania (cont).**

Código o Legislación	Ámbito de aplicación	Carácter	Aplicación de la tecnología
código Gobierno Corporativo de 2003 hecho Ley en el 2005	Cotizadas	Obligatorio (copy or explain)	

(Fuente: elaboración propia).

Tabla 8.2 Evolución seguida en el desarrollo de prácticas de gobierno corporativo electrónico en España.

Código o Legislación	Ámbito de aplicación	Carácter	Práctica tecnológica
Código Olivencia (febrero 1998)	Cotizadas	Voluntario (respuesta recomendada)	N/A
Informe Aldama (enero 2003)	Cotizadas	Voluntario	Recomienda la utilización de la página web de la sociedad para difundir información relevante de la sociedad. Recomienda implantar los sistemas necesarios para la delegación y el voto por medios electrónicos
Ley de Transparencia (Ley 26/2003)	Cotizadas	Obligatorio	Obliga a tener en la página web de la sociedad un apartado diferenciado de "Información a los inversores y accionistas" de los hechos todos los hechos económicos y hechos significativos que se produzcan en relación con la sociedad incluidos los que tienen que ver con los derechos societarios. Otros: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ En la página web se debe permitir solicitar información</li> </ul> Convocatoria de la Junta General de Accionistas: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Obliga la publicación en la web.</li> </ul> Contrapropuestas al orden del día enviadas por los accionistas: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Los accionistas deben encontrar en la página web la vía para la formulación de sus propuestas alternativas en relación con los puntos del orden del día.</li> <li>▪ La sociedad debe hacer accesibles en la web, aquellas propuestas formuladas por los accionistas que deban ser sometidas a la Junta.</li> <li>▪ La delegación se podrá hacer por medios</li> </ul>

			<p>electrónicos, siempre que se garantice la identidad del sujeto que delega y será única para cada Junta.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ El voto se podrá hacer por medios electrónicos, siempre que se garantice la identidad del sujeto que ejerce su derecho a voto.</li> <li>▪ Los accionistas que emitan sus votos por medios electrónicos serán tenidos a efectos de constitución de la Junta como presentes.</li> </ul>
<p>Código Unificado (mayo 2006). Entra en vigor a partir del año 2007.</p>	<p>Cotizadas (recomendadas a todas)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Obligatorio (copy or explain)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Se recomienda la creación de un Foro Electrónico de Accionistas para facilitar que los accionistas y las agrupaciones de accionistas puedan invitar a otros accionistas a adherirse, con carácter previo a la Junta General de Accionistas, a las propuestas que tengan intención de formular, o a otorgarles su representación.</li> <li>▪ Las sociedades hagan pública a través de su página web, y mantengan actualizada, la siguiente información sobre sus consejeros: Perfil profesional y biográfico; otros Consejos de administración a los que pertenezca, se trate o no de sociedades cotizadas; indicación de la categoría de consejero a la que pertenezca según corresponda, señalándose, en el caso de consejeros dominicales, el accionista al que representen o con quien tengan vínculos. fecha de su primer nombramiento como consejero en la sociedad, así como de los posteriores, y; Acciones de la compañía, y opciones sobre ellas, de las que sea titular.</li> </ul>

(Fuente: elaboración propia).

Tabla 8.3 Evolución seguida en el desarrollo de prácticas de gobierno corporativo electrónico en Francia.

Código o Legislación	Ámbito de aplicación	Carácter	Práctica tecnológica
Informe Vienot I (julio 1995)	Cotizadas	Voluntario	N/A
Informe Vienot II (junio 1999)	Cotizadas	Voluntario (respuesta recomendada)	N/A
Recomendaciones comisión Hellebuyck (junio 1998; actualizado octubre 2001)	Cotizadas	Voluntario (recomendado a miembros)	N/A
Rapport elaborado por la Asociación Nacional de Sociedades por Acciones (enero 2000)	Cotizadas	Voluntario (recomendado a miembros)	Se reconocía que muchas sociedades utilizaban Internet y el correo electrónico para poner información a disposición de sus accionistas a para permitirles seguir el desarrollo de la Junta.  Examina los derechos sociales susceptibles de beneficiarse de los modernos métodos de comunicación: información, convocatorias, retransmisión de reuniones y voto) y concluye proponiendo las modificaciones legales precisas
Modificación del Código de Comercio por la Ley 15 de ayo del 2001	Cotizadas	Obligatorio	Salvo disposición contraria de los estatutos se puede considerar presentes a quienes participen en las Juntas u otros medios de comunicación que permitan la identificación del accionista.

---/---

Tabla 8.3 Evolución seguida en el desarrollo de prácticas de gobierno corporativo electrónico en Francia (cont).

Código o Legislación	Ámbito de aplicación	Carácter	Práctica tecnológica
Decreto 3 de mayo de 2002	Cotizadas	Obligatorio	<p>Sustitución de las comunicaciones de la Junta de Accionistas de medios escritos por mensajes de correo electrónico, siempre que se recoja por escrito la conformidad de los accionistas interesados en la recepción del correo electrónico.</p> <p>En cuanto a la participación en Junta se permite el otorgamiento de representación y el voto.</p> <p>Adicionalmente se permite la participación virtual o ciberparticipación en Junta.</p> <p>El empleo de cualquiera de estos medios debe preverse de forma expresa en los estatutos y la existencia de un sitio web específico para otorgar la representación o el voto o participar en Junta por medio de formularios web.</p> <p>La participación virtual en la Junta debe permitir al accionista ver, escuchar e intervenir.</p>
Informe del voto de los no residentes de las empresas francesas cotizadas (enero 2003)	Cotizadas	Obligatorio	Modelo de formulario único electrónico de voto por Internet.

(Fuente: elaboración propia).

Tabla 8.4 Evolución seguida en el desarrollo de prácticas de gobierno corporativo electrónico en Italia.

Código o Legislación	Ámbito de aplicación	Carácter	Práctica tecnológica
Informe Preda (octubre 1999)	Cotizadas	Obligatorio (copy or explain)	N/A
Leg 6/2003 (en vigor desde enero del 2004)	Anónimas	Obligatorio	Permite que los estatutos de las sociedades anónimas, admitan la participación en Junta por medios de telecomunicación. Permite reemplazar la convocatoria en la Gaceta Oficial o en un diario, por una comunicación individual por correo electrónico siempre que el medio utilizado acredite la recepción de la convocatoria al menos ocho días antes de la Junta.

(Fuente: elaboración propia).

Tabla 8.5 Evolución seguida en el desarrollo de prácticas de gobierno corporativo electrónico en Reino Unido.

Código o Legislación	Ámbito de aplicación	Carácter	Práctica tecnológica
Código del ICSA (febrero 1991)	Cotizadas (recomendado a todas)	Voluntario	N/A
Declaración de mejor práctica del ISC (abril 1991)	Cotizadas (recomendado a todas)	Voluntario (recomendado a miembros)	N/A
Informe Cadbury (diciembre 1992)	Cotizadas (recomendado a todas)	Obligatorio (copy or explain)	N/A
Directrices de voto PIRC (abril 1994; actualizado a marzo 2001)	Cotizadas	Voluntario (recomendado a miembros)	N/A
Informe Greenbury (julio 1995)	Cotizadas (recomendado a todas)	Obligatorio (copy or explain)	N/A
Declaración Hermes (marzo 1997; actualizado enero 2001)	Cotizadas	Voluntario	N/A
Informe Hampel (enero 1998)	Cotizadas	Obligatorio (copy or explain)	N/A
Código Combinado (julio 1998)	Cotizadas	Obligatorio (copy or explain)	N/A
Informe Turbull (septiembre 1999)	Cotizadas	Voluntario (recomendaciones sobre el Código Combinado)	N/A
Código de Gobierno Corporativo NAPF (junio 2000)	Cotizadas	Voluntario (recomendado a miembros)	N/A

---/---

Tabla 8.5 Evolución seguida en el desarrollo de prácticas de gobierno corporativo electrónico en Reino Unido (cont).

Código o Legislación	Ámbito de aplicación	Carácter	Práctica tecnológica
Electronics Communications Act (diciembre 2000)	Cotizadas	Voluntario	<p>Se permite la remisión electrónica para aquellos accionistas que lo acepten de forma expresa, de :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cuentas anuales, informe de gestión y auditoría.</li> <li>▪ La convocatoria de Junta.</li> <li>▪ El otorgamiento de representación para asistir a Junta.</li> <li>▪ Documentos sujetos a inscripción registral</li> </ul> <p>también se consideran enviados si:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La sociedad y los socios acordaron que pondrían los documentos en una web.</li> <li>▪ Se les avisa por medio de un correo electrónico que están disponibles los documentos.</li> <li>▪ Se envía por medio de un correo electrónico la dirección de Internet donde se encuentra la información.</li> <li>▪ Se envía por medio de un correo electrónico el lugar de la página web donde se pueden encontrar a esos documentos y como puede realizarse ese acceso.</li> </ul>
Código AUTIF (enero 2001)	Cotizadas	Voluntario (respuesta recomendada)	N/A
Recomendaciones ICSA (marzo 2001)	Cotizadas (recomendado a todas)	Voluntario	Proponer que se guarde un registro electrónico de todas las transacciones electrónicas de los envíos electrónicos realizados por la sociedad.
Informe Steering Group (julio 2001)	Cotizadas (recomendado a todas)	Voluntario	<p>Se recomienda que se permita:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ El otorgamiento de representación por medios electrónicos.</li> <li>▪ La celebración de la Junta en varios lugares interconectados.</li> </ul> <p>El voto electrónico.</p>

---/---

Tabla 8.5 Evolución seguida en el desarrollo de prácticas de gobierno corporativo electrónico en Reino Unido (cont).

Código o Legislación	Ámbito de aplicación	Carácter	Práctica tecnológica
Modernising Company Law (julio de 2002)	Cotizadas	Obligatorio	Se prescribe la forma en que deben enviarse documentos y comunicaciones. Admite como dirección, la dirección electrónica y regula el uso de páginas web como medio para hacer públicas ciertas informaciones.

(Fuente: elaboración propia).

## 8.2 Anexo 2. Legislación societaria de control del mercado

A continuación se destaca la legislación sobre control de mercado

**Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado.**

Este real decreto tiene por objeto completar la transposición al ordenamiento jurídico español de la nueva normativa comunitaria en materia de abuso de mercado. En primer lugar, se culmina la transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado). Asimismo, el real decreto transpone al ordenamiento jurídico español la Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación de mercado; la Directiva 2003/125/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses, y, por último, la Directiva 2004/72/CE de la Comisión, de 29 de abril de 2004, de prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas. Estas tres directivas, junto con el Reglamento (CE) número 2273/2003 de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros, desarrollan y completan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado), que constituye la norma principal en la que se definen todos los elementos integrantes del actual marco normativo del abuso de mercado en el ámbito europeo.

De esta forma, bajo la expresión "abuso de mercado" se definen dos tipos de conductas. En primer lugar, la utilización de información privilegiada, definida como información que todavía no es pública sobre valores o instrumentos financieros o sobre el emisor de dichos valores o instrumentos financieros y que, al difundirse públicamente, podría determinar un alza o baja en las cotizaciones. Además, el abuso de mercado puede implicar también la manipulación de cotizaciones o prácticas que falsean la libre formación de los precios, como realizar operaciones o divulgar noticias falsas, exageradas o tendenciosas con intención de provocar fraudulentamente un aumento o disminución de la cotización de un valor o instrumento financiero.

En esta nueva norma, se determinan los medios y términos para llevar a cabo la difusión por los emisores de la información relevante. Los emisores deberán comunicar inmediatamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) su información relevante para que sea difundida al mercado. También deberá publicarse esta información en la página web del emisor.

Se establecen una serie de supuestos excluidos del deber de comunicación por tratarse de actos de estudio, preparación o negociación previos a la adopción de decisiones. En estos casos el emisor no estará obligado a difundirlos al mercado siempre que respete el deber de confidencialidad. Con la finalidad de conocer en todo momento quién tiene acceso a la información privilegiada relacionada con un emisor, se obliga a que los emisores creen un registro de todas estas personas (comúnmente conocido como "lista de iniciados").

Ley del Mercado de Valores de 16 de noviembre de 1998 que modifica integralmente el título V relativo a las Sociedades de Servicios de Inversión, que transpone las Directivas 93/22 CEE del Consejo de 10 de mayo relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociable

Directiva 93/6 CEE del consejo de 15 de marzo sobre la adecuación del capital de la empresa de inversión y las sociedades de crédito

Directiva 97/9 del Parlamento Europeo y del Consejo 3 de marzo relativa a los Sistemas de indemnización de los inversores

(Fuente: elaboración propia).

### 8.3 Anexo 3: Tipos de acciones contempladas en el derecho español

#### Características de los distintos tipos de acciones existentes en España

<p>Las Acciones sin Voto (Artículos 90 a 92 de la LSA)</p>	<p>En relación a las limitaciones establecidas para estas acciones cabe destacar las siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• La emisión de acciones sin voto se limita a un importe nominal no superior al 50% del capital social desembolsado.</li><li>• Como norma general, no existe el derecho de voto, aunque sí que es posible recuperarlo en el caso de las sociedades no cotizadas, cuando se haya acordado un dividendo mínimo anual, ya sea fijo o variable. En estos casos, mientras no se satisfaga el mencionado dividendo mínimo, los titulares de las acciones sin voto tendrán el derecho de voto en igualdad de condiciones que las acciones ordinarias y, además, tendrán derecho a conservar las ventajas económicas.</li><li>• Las acciones sin voto no pueden agruparse para la designación de Consejeros por el sistema de representación proporcional.</li></ul> <p>Por lo que respecta a los privilegios que ofrecen las acciones sin voto, éstos se pueden concretar en los siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Cuando exista derecho a obtener un dividendo preferente, fijo o variable establecido en los Estatutos Sociales, la sociedad está obligada a acordar el reparto del dividendo.</li><li>• Para las sociedades no cotizadas, en relación al dividendo mínimo, en caso de no existir beneficios distribuibles o de haberlos en cuantía insuficiente, la parte de del dividendo mínimo no pagada deberá ser satisfecha dentro de los cinco ejercicios siguientes. Durante ese periodo, mientras no se satisfaga el mencionado dividendo mínimo, los titulares de las acciones sin voto tendrán el derecho de voto en igualdad de condiciones que las acciones ordinarias y las ventajas económicas.</li><li>• En relación a las sociedades cotizadas, respecto al derecho de suscripción preferente de los titulares de acciones sin voto, así como en relación a la recuperación del derecho de voto, en caso de no satisfacción del dividendo mínimo, y en el carácter no acumulativo del mismo, se estará a lo que dispongan los Estatutos Sociales.</li><li>• Las acciones sin voto atribuyen a sus titulares los demás derechos de las acciones ordinarias.</li></ul>
--	--

---/---

<p>Acciones Preferentes (Art. 50 LSA)</p>	<p>Este tipo de acciones son aquellas que otorgan un privilegio a sus titulares, frente a los titulares de las acciones ordinarias. La finalidad de la creación de estas acciones radica en la propia diferenciación entre los derechos de los distintos socios, pero a su vez, se pretende atraer nuevo capital a la sociedad. En relación a la creación y emisión de este tipo de acciones, ello es posible, tanto en el momento fundacional de la sociedad, como vía modificación estatutaria.</p> <p>En cuanto a la dicotomía entre las limitaciones y los privilegios que otorgan este tipo de acciones, centrándonos primeramente en las limitaciones, destacan las siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• El privilegio no puede recaer sobre los aspectos relativos a los derechos políticos. Igualmente, no será válida la creación de acciones que, de forma directa o indirecta, alteren la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto o de suscripción preferente.</li> <li>• No es válida la creación de acciones privilegiadas que otorguen el derecho a percibir un interés, cualquiera que sea la forma de su determinación.</li> </ul> <p>En relación a los privilegios que otorgan este tipo de acciones, debe diferenciarse entre aquéllos que vienen establecidos por imperativo de la LSA, y aquéllos que pueden pactarse en los Estatutos Sociales por los accionistas de la Compañía.</p> <p><b>Establecidos por la LSA:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Existencia de un dividendo obligatorio para los titulares de los derechos sobre estas acciones.</li> <li>• Cuando el privilegio consista en el derecho a obtener un dividendo preferente, la sociedad estará obligada a acordar el reparto del dividendo si existieran beneficios distribuibles.</li> <li>• Las acciones ordinarias no podrán recibir dividendos con cargo a los beneficios de un ejercicio, mientras no haya sido satisfecho el dividendo privilegiado correspondiente al mismo ejercicio.</li> </ul> <p><b>Establecidos en Estatutos Sociales:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ante la existencia del dividendo obligatorio, serán los Estatutos los que deberán establecer las consecuencias de su impago total o parcial.</li> <li>• Para el caso de que el privilegio consista en un dividendo preferente, los Estatutos determinarán si el mismo tiene el carácter de acumulativo, o no, en relación a los dividendos no satisfechos.</li> </ul>
---	---

---/---

Acciones Rescatables (Artículo 92 bis-ter)	A través de este tipo de acciones, creadas por la Ley 50/1998, se pretende el acercamiento a la idea de las acciones amortizables, de tal forma que las sociedades emiten estas acciones como un instrumento de financiación con una limitación en el tiempo, reforzándose así, los recursos propios de las compañías.
--	--

(Fuente: elaboración propia).

## **8.4 Anexo 4. Mecanismos legales de protección del accionista**

### **A) CONDICIONES DE ACCESO Y EJERCICIO DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS**

La ley sujeta a las empresas que se dedican a servicios de inversión a una serie de requisitos mínimos en el momento de su constitución relativos a forma social, estabilidad, solvencia, al mantenimiento de una organización y administración correcta, así como a la honorabilidad y experiencia de los miembros que la integran, de modo que se pueda cumplir el doble objetivo de proteger a los inversores y garantizar el cumplimiento correcto del mercado de valores. Nuestro órgano legislador tiene en su página web un apartado denominado el Rincón del Inversor donde se da información, orientación y advertencias sobre los llamados “chiringuitos financieros”, es decir entidades no registradas que captan de forma irregular el dinero de los pequeños ahorradores; empresas sancionadas y empresas de bienes tangibles, a la vista de los últimos escándalos de las empresas Afinsa y Forum filatélico. La primera recomendación para los inversores es que se aseguren de que la empresa a través de la que van a invertir está debidamente autorizada. En la misma página web de la cmnv, se puede encontrar el listado de las sociedades inscritas y un buscador que introduciendo el nombre de la sociedad describe su situación administrativa.

En caso de que se les deniegue la autorización, es debido a que no cumplen con alguna de los requisitos antes apuntados, así como falta de transparencia en la estructura del grupo al que pertenezca, lo cual no garantiza la idoneidad y confianza necesarias para operar en el mercado con garantías. Respecto a la estabilidad y solvencia, se exige que toda empresa de inversión disponga de unos recursos propios proporcionados al volumen de actividad, gastos y riesgos asumidos, así como que clase de elementos integran los recursos propios, las clases de riesgos de cobertura y los criterios aplicados a cada perfil de inversor. En cuanto al mantenimiento de una administración y organización correcta se establecen una serie de deberes informativos respecto a su accionariado, operaciones que realizan y la adquisición de participaciones significativas. Igualmente deberán adoptar las medidas adecuadas, respecto a los valores y fondos que les confían los inversores para proteger sus derechos y evitar una utilización indebida.

Respecto al ejercicio de actividades, las empresas de servicios de inversión deben cumplir una serie de requisitos en sus operaciones como la llevanza de registros de administrativos de órdenes de los clientes. Las órdenes deben ser claras y precisas en su alcance y sentido, de forma que tanto el ordenante como el receptor conozcan con exactitud sus efectos. Para potenciar la confianza se exige al intermediario financiero que disponga de un registro de operaciones donde se recogerán los datos relativos a las órdenes que reciban los intermediarios así como su posterior ejecución que debe coincidir con los datos proporcionados al inversor y un archivo de justificación de órdenes recibidas a fin de tener una prueba material de las mismas y poder

comprobar que si coinciden con las recogidas en el registro de operaciones llevadas a cabo por los intermediarios.

Por otra parte, la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, de noviembre de 2002, establece un sistema de protección de los clientes de servicios financieros, que posteriormente queda completado por la Orden ECO/734/2004, de 11 de marzo, sobre los departamentos y servicios de atención al cliente y el defensor del cliente de las entidades financieras. Finalmente, se ha establecido un mecanismo de tutela de los inversores ante situaciones concursales de los servicios de inversión que es el Fondo de Garantía de Inversiones. La extensión del análisis de estas medidas más allá de este breve comentario queda fuera del alcance de esta investigación, aunque puede ser interesante su consideración en futuras investigaciones.

Una de las vías indirectas de protección a los inversores, tiene que ver con las normas de conducta que modulan la relación de los intermediarios financieros con los inversores. Son normas éticas de conducta que pierden tal carácter cuando se hacen normas de obligado cumplimiento por parte de las personas que ejerzan actividades relacionadas con el mercado de valores. Las directivas europeas y la tendencia de la legislación actual es la de formular una serie de normas generales de conducta dirigidas a defender la absoluta prioridad de los intereses de los inversores.

## **B) DERECHOS SOCIALES**

Los inversores suministran fondos a las empresas y a cambio reciben unos derechos de control. La financiación externa es un contrato entre la empresa vista como entidad legal y los inversores, los cuales reciben determinados derechos por cada activo de la empresa. Si los directivos violan los términos del contrato, los proveedores de fondos tienen derecho a apelar en los tribunales para hacer cumplir sus derechos. En este sentido, muchas de las diferencias existentes entre los distintos sistemas de gobierno en el mundo radican en las diferentes obligaciones legales que los directivos tienen con los inversores así como en la diferente interpretación o forma de hacer cumplir estas obligaciones en los tribunales.

En España, de acuerdo con el artículo 48 de la Ley de Sociedades Anónimas (LSA), se reconocen una serie de derechos mínimos de los accionistas derivados de su condición de socio. Por un lado los derechos económicos, que incluyen el de participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación, así como el de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones o de obligaciones convertibles en acciones. Por otro lado los derechos políticos, que incluyen:

a) Derecho de asistir y votar en las Juntas generales. El derecho de asistencia puede ser limitado por los estatutos dentro de ciertos límites (art. 104) o pueden exigir la posesión de un número mínimo de acciones

para asistir (art. 105.1). Los estatutos pueden limitar también el derecho de voto, fijando con carácter general el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista o sociedades pertenecientes a un mismo grupo. No obstante la ley reconoce que para el ejercicio de tales derechos es lícita la agrupación de accionistas. Además, los estatutos pueden elevar las mayorías requeridas para que la Junta esté adecuadamente convocada y los acuerdos se aprueben, aunque en ningún caso, podrá requerirse la unanimidad. La potenciación de la participación social del accionista se produce, además del control sobre las cuentas anuales, de la mano de la reducción de los porcentajes de capital que permitan ejercer a las minorías sus derechos de influir en la marcha social y ejercer de órgano fiscalizador.

Actualmente la ley exige al menos un 5% del capital social para solicitar la convocatoria de una Junta Extraordinaria mientras que los reglamentos de las empresas exigen unos quórum de constitución superiores a los que se exigen legalmente, en el caso de que la convocatoria la soliciten los accionistas y en el caso de que lo hagan los administradores, se aplican los quórum establecidos legalmente. Esto igualmente aplica en el caso de acuerdos, se produce la exigencia de mayorías reforzadas para la adopción de acuerdos en el caso que sean los accionistas los impulsores de estos acuerdos. No podemos decir que esta sea una práctica que potencie, ni la participación, ni la confianza del accionista que ve mermada su participación por ser una tipología u otra y rompe el principio de igualdad (Sanchez Andrés, 1994). Al contrario son prácticas que constriñen la participación a favor de los mayoritarios y los administradores.

El derecho de voto se ha considerado el derecho político por excelencia, aunque debido a la apatía de los accionistas, se ha extendido la práctica de la delegación de voto, (Garrido, 2002; Meléndez, 2003). Este hecho ha colocado en una situación de privilegio a quienes podían utilizar esos votos, llámense administradores, accionistas mayoritarios o entidades de crédito, con la grave consecuencia para la confianza de hacer uso de ellos en interés propio y no en el de los accionistas. Lo mismo ocurre, en el caso de la denominada solicitud pública de representación, creada para que el accionista participe de manera activa en las decisiones de la compañía por medio de delegar en los propios administradores de la sociedad, las entidades depositarias de los títulos o las encargadas del registro de anotaciones en cuenta, por medio de una tarjeta de asistencia en la que el accionista debe indicar el sentido de su voto respecto a los distintos puntos del orden del día, sin posibilidad de ninguna otra instrucción. Estas razones, aunque escuetas, dan una explicación de porqué el sistema de representación no ha funcionado (Roncero Sanchez, 1996; Rodríguez Artigas, 1990).

En cuanto al ejercicio del voto existen otras medidas para proteger a los socios minoritarios como limitar el número máximo de votos a emitir por cada socio. Aunque la práctica demuestra que se produce el efecto contrario en sociedades con abundante accionariado absentista, puesto que deja vía libre a los administradores, aún sin poseer una gran participación en el capital social, para que puedan sacar adelante

algún acuerdo, sin que se puedan oponer socios que posean una proporción significativa de capital, que en estas sociedades bastaría con que fuera un 10%. La doctrina ha criticado esta vía que considera que viola claramente el principio de paridad de tratamiento de los socios y que solo podrían admitirse si las limitaciones de voto afectarían por igual a todas las acciones (Sanchez Andrés, 1994, Sanchez-Calero Guilarte, 1991). Es una medida que en la práctica no protege a los minoritarios, sino que garantiza al grupo de control su continuidad al frente de la propiedad (Fernández Perez, 2000)

Otra causa que impide, el ejercicio al derecho de voto en Junta General es el establecimiento por medio de los estatutos podrán exigir, respecto de todas las acciones, cualquiera que sea su clase o serie, la posesión de un número mínimo para asistir a la Junta general sin que, en ningún caso, el número exigido pueda ser superior al uno por mil del capital social. Los códigos de buen gobierno establecen que una buena práctica es el establecimiento de una acción-un voto y que no haya número mínimo establecido de acciones para votar.

Después del nuevo marco jurídico introducido por la Ley 37/1998 de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores en su Disposición Adicional 15ª y por la Ley 50/1998 de Medidas Fiscales Administrativas y del Orden Social, en su disposición Adicional 34ª; se introdujo una nueva regulación para las acciones sin voto, las acciones rescatables y las acciones preferentes (o privilegiadas), lo que podríamos denominar “los nuevos tipos de acciones” de las Sociedades Anónimas. Las características de este tipo de acciones se resumen en el anexo 2 de este apartado.

b) Derecho a impugnar los acuerdos sociales. Los acuerdos de las Juntas que sean contrarios a la ley, que se opongan a los estatutos, o que lesionen los intereses de uno o varios accionistas, de terceros, o de la sociedad, son impugnables, tal como se establece en los artículos que van del 115 al 122.

c) Derecho de información. Los accionistas pueden solicitar por escrito, con anterioridad a la Junta, o verbalmente durante la sesión, informes o aclaraciones del consejo. Los administradores deben atender dicha petición, salvo que consideren que tal cumplimiento perjudique los intereses sociales. Esta excepción no procederá cuando la solicitud esté apoyada por accionistas que representen, al menos, la cuarta parte del capital (art. 112). En primer lugar el accionista tiene derecho de información en sentido amplio (Sanchez Andrés, 1994), derecho que coincide con el deber de la sociedad de proporcionar información a los accionistas (Esteban Velasco, 1999).

La Ley de Transparencia ha ampliado los documentos que deben ponerse a disposición del accionista de forma inmediata y gratuita con carácter previo a la Junta, donde se vayan a aprobar dichos documentos, desterrando totalmente el secreto que prevalecía. El incumplimiento de este deber puede conllevar la impugnación de los acuerdos tomados en Junta y la responsabilidad penal de los administradores. Tanto el Código Olivencia como el Informe Aldama, han insistido en la importancia de este asunto, por eso la creación

de una página web de acceso universal es un avance importante como comentaremos posteriormente.

Por otro lado, la ley también reconoce el derecho a separarse de la sociedad en determinados supuestos (art. 147, 149, 225), el derecho a transmitir las acciones (art. 56), así como una serie de derechos para los que es necesario poseer el 5% del capital, de manera directa o por agregación de varios accionistas. Dentro de estos últimos se encuentra el derecho a exigir a los administradores que convoquen la Junta general extraordinaria (arts. 100 y 101), e impugnar los acuerdos del consejo de administración (art. 143). Asimismo, también se requieren minorías para designar los miembros del consejo de administración (art. 137)

Junto a estos derechos básicos de los accionistas la LSA establece límites a la autocartera y a las participaciones recíprocas (art.74 al 89) con la intención de proteger intereses de los socios y de terceros. Complementariamente, la Ley del Mercado de Valores de 1988, la reforma a dicha ley de 1998, y la regulación sobre Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) manifiestan también la intención de salvaguardar los intereses de los accionistas. En primer lugar, el deber de informar al público por parte de los emisores de valores de todo hecho o decisión que pueda influir de forma sensible en la cotización de los mismos que plantea el art. 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores, favorece la disposición por parte del accionista de elementos de juicio para mantener o desprenderse de sus títulos. Además, el art. 60 establece la imposibilidad de modificar los estatutos de la sociedad por parte de quien adquiera un volumen de acciones que represente más del 50% del total de votos de la sociedad emisora, salvo en los extremos que reglamentariamente se señalen, sin promover una oferta pública de adquisición dirigida al resto de las acciones con voto admitidas a negociación. Asimismo, la protección de los intereses de los accionistas es lo que ha inspirado buena parte de la regulación sobre OPAs. Los aspectos más destacables de esta norma, que pretende proteger de supuestas cláusulas abusivas y garantiza un trato igualitario a los propietarios, son las siguientes:

a) Obligatoriedad de presentar una OPA para acceder al control. Concretamente, según el art. 1, quien pretenda alcanzar o superar una participación del 25%, y el que posea entre el 25 y el 50% y pretenda aumentar su participación en al menos un 6% al año, debe lanzar una OPA por un mínimo del 10%, y quien pretenda alcanzar entre el 50 y el 75% debe lanzar una OPA por el 100 %, o por los valores que le permitan alcanzar el 75% del capital. Con esta medida se obliga a cualquier inversor que desee alcanzar el control, a soportar unos costes y a pagar una prima mayor a la que exigiría el mercado si la citada transacción se hiciese directamente en Bolsa, no obstante, al minoritario esta medida sí le beneficia, al permitirle obtener una plusvalía que de otra forma sería prácticamente imposible alcanzar.

b) Derecho de información; suspensión cautelar de negociación de los títulos de la sociedad afectada cuando se reciba la solicitud (art.13); plazo mínimo de vigencia de la oferta (art.19); prorrateo obligatorio de las OPAs parciales sobresuscritas según un sistema de discriminación positiva que favorece a los pequeños

accionistas (art.29); y anulación de las aceptaciones de los accionistas de la OPA cuando se modifican sus condiciones (art. 22.6) o se presentan ofertas competidoras (art. 34).

En resumen, el derecho legal más importante de los accionistas es el derecho a votar en los asuntos empresariales importantes, tales como fusiones o liquidaciones, así como en la elección de los miembros del consejo, que representen sus intereses. En este sentido algunos autores identifican algunas de las restricciones legales que se establecen para limitar la discrecionalidad directiva que hacen referencia a las excesivas compensaciones que reciben o a la emisión de títulos adicionales destinados al directivo o a sus familiares. También se pueden incluir como restricciones legales la obligación del directivo a consultar al consejo antes de tomar alguna decisión importante o tratar a los accionistas minoritarios como "insiders".

Del mismo modo que los accionistas, los acreedores cuentan con una protección legal, que varía de un país a otro. Los principales derechos del acreedor incluyen: utilizar los activos como garantía de los préstamos, el derecho a liquidar la empresa cuando no paga sus deudas, el derecho a votar en la decisión de reorganizar la empresa, y el derecho a sustituir los directivos en la reorganización. La protección legal de los acreedores suele ser más efectiva que la de los accionistas, ya que el impago es una violación directa del contrato de deuda que un tribunal puede verificar. Por otro lado, la quiebra puede convertirse en un proceso largo y costoso tanto para los acreedores como para las empresas deudoras cuyos directivos pueden verse penalizados y sus activos liquidados. La ineficiencia de los procesos de quiebra actuales ha llevado a algunos economistas a proponer otras vías que traten de evitar las negociaciones complicadas convirtiendo, en primer lugar, todas las obligaciones de la empresa en quiebra, en títulos cuyos poseedores pasarán a decidir qué hacer con dicha empresa. Es posible que en el largo plazo estas propuestas reduzcan el coste del cumplimiento de los derechos del acreedor.

En conclusión, podemos decir que la protección legal en sí misma no es suficiente para asegurar los rendimientos al inversor. La efectividad de los derechos con que cuentan los inversores se verá condicionada por su predisposición y capacidad para utilizarlos, teniendo en tales aspectos la estructura de la propiedad existente en la empresa, una influencia decisiva, así como la composición y comportamiento de los órganos de gobierno. Principalmente de los consejos de administración.

### 8.5.1 Correos electrónicos

Al realizar el análisis Delphi se seleccionó a expertos financieros con más de tres años de experiencia profesional. De los 18 expertos invitados participaron finalmente 15. El panel ha estado compuesto por los siguientes expertos profesionales:

Emilio Ontiveros-AFI.

Francisco Valero-AFI

Miquel Pérez Somalo-ICEX

Fernando Borrajo-UAM

Emilio Zurrutuza-Club de Consejeros

Daniel Villalba\_UAM

Juan José Garcia-BBVA

Rosa Benitez-BBVA

Monica Lozano\_SCH

Carmen Velamazán-Caja Madrid

Miguel Sanchez-Caja Madrid

Eduardo Hueso-Banco Sabadell

PedroLuis Pinilla Vega-La Caixa

Eugenio García-Inversis

Guillermo Escribano-Metagestión

A través del servidor de correo la Universidad, para proporcionar confianza, envíe dos correos electrónicos. El primero para solicitar la participación y la primera información. El segundo correo con los resultados del primero y su confirmación o cambio.

### **1º Correo Electrónico**

Tema Cuestionario Confianza Panel de Expertos

Buenos días:

Mi nombre es Mar Alonso. Soy profesora de Organización de Empresas en la Universidad Autónoma de Madrid.

La razón de ponerme en comunicación con ud. es que estamos preguntando a un panel de expertos, sobre la importancia que tiene cierto tipo de información que la empresa proporciona a través de Internet para proporcionar confianza.

Entendiendo que está muy ocupado, sólo debe responder a cuatro preguntas del cuestionario adjunto y devolver las respuestas a esta misma dirección electrónica, antes del 9 de marzo de 2007.

Agradeciéndole de antemano su ayuda. Espero sus prontas noticias.

Saludos cordiales,

Mar Alonso

### **2º Correo Electrónico**

Tema 2º Cuestionario Confianza Panel de Expertos

Buenos días:

Le remito de nuevo el cuestionario con la información media proporcionada por el panel de expertos y la valoración proporcionada por ud. para que se ratifique o cambie su opinión como considere conveniente.

Le agradeceríamos que nos remitiera este segundo cuestionario antes del 14 de marzo de 2007.

Agradeciéndole de nuevo su ayuda. Espero sus prontas noticias.

Saludos cordiales

## 8.5.2 Cuestionario

A continuación se adjunta el cuestionario remitido a cada experto:

### Cuestionario

A continuación necesitamos que valore del 1 al 3, la importancia que tiene para ud. que la página web de una empresa le proporcione el siguiente tipo de información:

Información en la página web	Valoración de 1 a 3	Distribuya 100 puntos
1. Información voluntaria, no obligatoria por ley, sobre el consejo de administración de la empresa (por ejemplo: funciones de cada consejero en la empresa, currícula de cada consejero, retribución individualizada, etc.), la estructura de la propiedad (por ejemplo operaciones realizadas entre la empresa y sus administradores y accionistas significativos) y otra información como las presentaciones hechas a los analistas o los informes que los diferentes analistas del mercado han realizado sobre la empresa.		
2. Información sobre la empresa como su misión y valores; proyectos a futuro y en curso; organización; información financiera detallada por producto y mercado; sección de notas de prensa; firma en los informes del presidente.		
3. Sección dedicada al compromiso social de la empresa: política de Responsabilidad Social Corporativa; acción social; acción medioambiental; compromisos públicos; política de RRHH e informe de RSC.		
4. Herramientas de comunicación como vínculo a una sección de preguntas frecuentes; información financiera y económica en formato procesable como excel; sistema de búsquedas en la web; sistema de alarmas sobre nuevos datos publicados o listas de distribución de noticias de la empresa. Herramientas de participación como el voto electrónico; la retrasmisión de la Junta vía web; ficheros de audio y vídeo; foros y chats. Otras características técnicas como hiperlinks en la documentación; web adaptada a colectivos con discapacidad o dirección web relevante.		

TOTAL

100