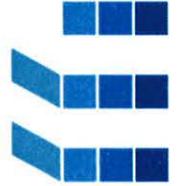




UNIVERSIDAD DE LAS PALMAS DE GRAN CANARIA
Facultad de Economía, Empresa y Turismo



GRADO ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESA

La publicación de hechos relevantes en la Comisión Nacional del Mercado de Valores como mecanismo de gobierno de las empresas cotizadas españolas. Análisis descriptivo (2007-2013)

Presentado por: Melania de los Ángeles Brito Álvarez

Las Palmas de Gran Canaria, a 3 de diciembre de 2015

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	1
2. SISTEMA DE GOBIERNO CORPORATIVO	2
3. EL PAPEL DE LA INFORMACIÓN CORPORATIVA EN EL SISTEMA DE GOBIERNO DE LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS	3
4. ASPECTOS METODOLÓGICOS	6
4.1 Muestra	6
4.2 Elaboración de la base de datos	6
5. LA PUBLICACIÓN DE HECHOS RELEVANTES POR LAS SOCIEDADES COTIZADAS ESPAÑOLAS	10
5.1 Hechos relevantes publicados	10
5.2 Hechos relevantes y características económicas de las empresas	14
5.2.1 <i>Tamaño de la empresa</i>	14
5.2.2 <i>Rentabilidad de las empresas</i>	18
5.2.4 <i>Endeudamiento de la empresa</i>	26
5.3 Hechos relevantes y gobierno de la empresa	29
5.3.1 <i>Estructura de propiedad</i>	29
5.3.2 <i>Control familiar</i>	33
6. CONCLUSIONES	36
REFERENCIAS	38

ÍNDICE DE CUADROS, ESQUEMA Y TABLAS

Esquema 1. Grupos y tipos de hechos relevantes analizados.....	8
Cuadro 1. Definición de variables	9
Tabla 1. Hechos relevantes publicados por la CNMV	¡Error! Marcador no definido.10
Tabla 2. Top 5 de empresas en función del número de hechos relevantes comunicados a la CNMV	¡Error! Marcador no definido.11
Tabla 3. Tipos de hechos relevantes (Porcentaje respecto al total de hechos)	13
Tabla 4. Comunicación de hechos relevantes y tamaño de la empresa.....	14
Tabla 5. Hechos relevantes en función del tamaño y tipo de hecho	16
Tabla 6. Comunicación de hechos relevantes y rentabilidad de la empresa	18
Tabla 7. Hechos relevantes en función de la rentabilidad y tipo de hecho	20
Tabla 8. Comunicación de hechos relevantes y pertenencia al IBEX-35.....	22
Tabla 9. Hechos relevantes en función de la pertenencia al IBEX-35 y tipo de hecho.....	24
Tabla 10. Comunicación de hechos relevantes y el endeudamiento en la empresa.....	26
Tabla 11. Hechos relevantes en función del endeudamiento y tipo de hecho	¡Error! Marcador no definido.
Tabla 12. Comunicación de hechos relevantes y estructura de propiedad de la empresa.....	¡Error! Marcador no definido.
Tabla 13. Hechos relevantes en función de la estructura de propiedad y tipo de hecho.....	31
Tabla 14. Comunicación de hechos relevantes y el control familiar en la empresa.....	¡Error! Marcador no definido.
Tabla 15. Hechos relevantes en función del control familiar y tipo de hecho ..	34

1. INTRODUCCIÓN

La divulgación de información corporativa es fundamental para el funcionamiento de un mercado de capitales eficiente (Healy y Palepu, 2001). Existen diversas formas para la divulgación de información corporativa: cuentas anuales normalizadas, predicciones realizadas por los directivos de las empresas, predicciones de analistas financieros, noticias en prensa especializada, páginas web, divulgación de información por parte del organismo regulador de los mercados de capitales, etc.

Recientemente, España ha sido objeto de cambios legales e institucionales con el objetivo final de aumentar la transparencia de las empresas cotizadas españolas, entendiendo por transparencia el traspaso de información a la sociedad en general sobre las acciones, rutinas, intenciones y resultados de tales entidades (Vergara, 2007). Aunque no está claro que la transparencia pueda ser beneficiosa para las empresas (Vergara, 2007), en el contexto de la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976) podría suponer, en el contexto español, la mitigación del conflicto de intereses entre accionistas controladores y minoritarios (Bona, Pérez y Santana-Martín, 2011; Villalonga y Amit, 2006).

En este trabajo nos centramos en la información corporativa divulgada por el organismo regulador de la bolsa española (la Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV) a través de los denominados *hechos relevantes*, con los cuales se pretende dar a conocer a la sociedad en general todas aquellas actuaciones o sucesos considerados relevantes e influyentes para la toma de decisiones tanto por parte de posibles inversores como por parte de los accionistas de la compañía.

A pesar del interés que podría suscitar el análisis de tales hechos relevantes, en este tipo concreto de información corporativa apenas se ha centrado la literatura precedente, por lo que pretendemos, en el presente estudio, ofrecer una imagen sobre cuáles son los hechos relevantes divulgados por las empresas cotizadas españolas a lo largo del período 2003-2013¹ y en qué medida difiere esta información entre empresas de acuerdo a un conjunto de variables corporativas, tales como el tamaño, la rentabilidad, el endeudamiento, la pertenencia al IBEX-35, la estructura de

¹ En el título del trabajo fin de título se consideró realizar el estudio en el período 2007-2013. No obstante, con el fin de mejorar el trabajo descriptivo se ha ampliado la muestra al período 2003-2013.

propiedad y el control familiar. En total, fueron analizados 12.072 hechos relevantes a lo largo del período 2003-2013.

Para ello estructuramos el trabajo de la siguiente forma. En el segundo apartado se lleva a cabo una breve introducción al concepto de sistema de gobierno corporativo. En el tercer apartado se hará referencia al papel que juega la información corporativa en el sistema de gobierno, analizándose las características de los principales sistemas de gobierno y los conflictos de agencia a los que deben hacer frente las sociedades cotizadas. En dicho apartado se hará referencia también a la CNMV y al proceso de comunicación de los hechos relevantes por parte de las empresas cotizadas a través de este órgano regulador. En el cuarto apartado se describen los aspectos metodológicos que diseñan el trabajo empírico, mostrándose en el quinto el análisis descriptivo. Finalmente, en el sexto apartado se ponen de manifiesto las principales conclusiones.

2. SISTEMA DE GOBIERNO CORPORATIVO

Tal y como señala Cuervo (2002) el conflicto de intereses que existe entre los directivos y los propietarios de la mayoría de las organizaciones, así como las asimetrías en la información y en el control sobre las decisiones a tomar, requieren de la existencia de un sistema de gobierno que vele por los intereses de aquellos que no disponen de las habilidades y los incentivos necesarios para controlar o influir en las decisiones que se toman en las empresas.

Según la primera acepción del diccionario de la Real Academia Española, se define “gobierno” como la “acción o efecto de gobernar o gobernarse”. Pero si lo que hacemos es centrarnos en el ámbito corporativo no existe una definición generalmente aceptada. Al contrario, con el paso de los años ha ido variando y se ha ido enriqueciendo con nuevas investigaciones y aportaciones. De forma general, según la Bolsa de Madrid podríamos definir el sistema de gobierno como el conjunto de normas y principios que regulan la estructura y el funcionamiento de los órganos de gobierno de una compañía. Pero no es la única definición existente en la literatura. Como se ha comentado, numerosos autores han establecido diferentes acepciones a este concepto, principalmente por la distinta consideración que tienen en cuanto a los elementos que lo conforman. Por ello, vamos a realizar un análisis cronológico de las

definiciones más influyentes de este concepto. En primer lugar, Charreaux (1997) lo define como: *“el conjunto de mecanismos organizacionales e institucionales que tienen por objeto delimitar los poderes e influir sobre las decisiones de los directivos, es decir, que gobiernan su conducta y determinan su espacio discrecional”*. Posteriormente Zingales (1998) define el gobierno corporativo como *“el conjunto de mecanismos que condicionan la negociación ex post sobre las cuasirentas generadas por la empresa”*. Además, en este mismo año, Fernández y Ansón (1999) establecen que *“el sistema de gobierno de una empresa hace referencia al sistema completo de acuerdos institucionales y de relaciones a través de las cuales las empresas son dirigidas y controladas”*. Más tarde La Porta et al. (2000) hacen una distinción entre mecanismos internos de gobierno corporativo (controlados por las empresas) y los mecanismos externos (no están bajo el control de las empresas). De esta manera, definen el gobierno corporativo como *“el conjunto de mecanismos a través de los cuales los inversores externos se protegen contra la expropiación de los internos.”* Finalmente, Cuervo (2004) señala que *“el gobierno de la empresa tiene por finalidad el logro de la eficiencia en el uso de los activos y en los contratos que la configuran, para asegurar la creación de valor para los propietarios de los recursos financieros”*.

Partiendo de tales definiciones, podemos considerar “la información corporativa” como un mecanismo del sistema de gobierno de la empresa, de carácter interno si se trata de información que emana de la propia compañía, y de carácter externo si se corresponde con información que agentes externos generan sobre la entidad. Asimismo, no cabe duda de que la información corporativa se erige como un mecanismo del sistema de gobierno que permitiría, tal como desarrollamos en el siguiente epígrafe, reducir las asimetrías informativas propuestas por la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976).

3. EL PAPEL DE LA INFORMACIÓN CORPORATIVA EN EL SISTEMA DE GOBIERNO DE LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS

La separación entre propiedad y control desarrollada por la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976) implica que quienes controlan la empresa primen sus propios intereses frente a los de aquéllos que suministran el capital. Así pues, ante un entorno en el que las asimetrías informativas están presentes resulta de gran importancia la divulgación de información, posibilitando así que los inversores

externos puedan evaluar la actuación de los agentes internos (Bushman y Smith, 2001).

De esta manera, la mayor parte de los trabajos sobre divulgación de información corporativa han sido abordados en el ámbito anglosajón, donde el modelo de gobierno “está caracterizado por una alta protección del inversor externo, un importante desarrollo de los mercados de capitales y la presencia de estructuras de propiedad dispersas” (Bona et al., 2010). Dado que en este contexto no existen accionistas con la habilidad o los incentivos suficientes para supervisar activamente la labor de los directivos, debido tanto a la dificultad que supondría dicha acción como a su elevado coste (Jensen y Meckling, 1976), la información divulgada por las empresas se erige como un mecanismo que posibilita la reducción de los conflictos de agencia que surgen por la separación de propiedad y control.

Pero ciertamente, tal como señalan Bona et al. (2010), no es posible trasladar esta aproximación al mercado español, contexto caracterizado (como en el resto de Europa continental) por una menor protección de los accionistas minoritarios, un menor desarrollo de los mercados de capitales, una regulación *insider-trading* menos estricta y una mayor presencia de accionistas controladores (Faccio y Lang, 2002; La Porta, Lopez-de-Silanes, y Shleifer, 1999). Debido a ello, en nuestro contexto se produce una reducción del problema clásico de agencia entre directivos y accionistas (Jensen y Meckling, 1976), mientras que adquiere un protagonismo esencial el conflicto de intereses entre propietarios dominantes y accionistas minoritarios (Burkart, Panunzi, y Shleifer, 2003; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny, 1998; La Porta et al., 2000).

Así pues, en países como España la información corporativa cumpliría una función atenuadora de los conflictos de agencia entre accionistas controladores y minoritarios. Ciertamente, los accionistas minoritarios tienen acceso a distintas fuentes de información corporativa, como pueden ser las cuentas anuales normalizadas, las predicciones realizadas por los directivos de las empresas, las predicciones de analistas financieros, las noticias en prensa especializada, las páginas web especializadas o la información comunicada por el organismo regulador bursátil (CNMV). Precisamente España se ha implicado en procesos normativos encaminados al aumento de la transparencia de la información corporativa por parte de las

empresas cotizadas (Código Olivencia, 1998; Informe Aldama, 2003; Código Conthe, 2006; Código Unificado de Buen Gobierno, 2015; Ley 6/2007), contexto en el que juega un papel esencial la CNMV.

La CNMV tiene su origen a partir de la entrada en vigor de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores y podemos definirla como el organismo encargado de supervisar e inspeccionar los mercados de valores españoles así como a los agentes que lleven a cabo cualquier tipo de actividad en ellos. Los principales objetivos de este órgano regulador son velar por la transparencia de los mercados y ofrecer protección a los inversores. Así pues, entre sus competencias se encuentra la de recibir información de todos los agentes que intervengan en los mercados de valores españoles, siendo de libre acceso la mayoría de la información ofrecida por la CNMV.

Formando parte del volumen de información suministrado por el organismo regulador se encuentran los denominados hechos relevantes. Concretamente, la CNMV se encarga de reproducir la información recibida por parte de las diferentes sociedades según lo dispuesto en el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores; el cual ha sido modificado en dos ocasiones. En primer lugar por el artículo 38.4 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre y posteriormente por el artículo 9 de la Ley 6/2007, de 12 de abril, el cual sigue vigente hasta la fecha. En dicho artículo 9, denominado "Consideración de información relevante, obligados a difundirla y publicidad" se recogen todas las aclaraciones necesarias referentes a la publicación de información relevante. Entre otras, cita que se considerará información relevante toda aquella que pueda afectar a los inversores así como a su toma de decisiones, la obligación de los emisores a hacer pública y difundir al mercado toda información relevante, la manera y los pasos para comunicar esta información a la CNMV, la responsabilidad de los emisores en lo que a la información respecta así como las competencias de la CNMV para el desarrollo de procedimientos y actuaciones relativas a la información considerada relevante.

El proceso de comunicación viene regulado según lo dispuesto en la Orden EHA/1421/2009 de 1 de junio, la Circular 4/2009, de 4 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre comunicación de información relevante, el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores y las pautas descritas en las instrucciones para la comunicación de información relevante.

Respecto a la Orden EHA/1421/2009, en ella se concretan los asuntos relacionados con la comunicación de información relevante de una forma general, estableciendo diferentes parámetros que ayudan a los emisores a calificar la información como relevante, evitando así la recepción por parte de la CNMV de información insuficiente, desmesurada o incluso no significativa. Además, se establecen las obligaciones de actuación por parte de las empresas a la hora de publicar y comunicar información, así como los requisitos del contenido de la comunicación. También establece la obligación de designar un interlocutor autorizado por el emisor, al cual la CNMV pueda consultar o solicitar información sobre la difusión de la información relevante y los requisitos que debe reunir para poder hacer efectiva dicha designación.

Por su parte, el propósito de la Circular 4/2009 es mostrarnos de una manera más concreta el procedimiento a seguir para la ejecución de las comunicaciones, quedando como epígrafe único para la divulgación de información sobre hechos relevantes un apartado con dicha denominación.

4. ASPECTOS METODOLÓGICOS

4.1 Muestra

La población utilizada en el estudio engloba las sociedades no financieras cotizadas españolas en el Mercado Continuo. Específicamente, la muestra se centra en 113 empresas no financieras que han cotizado en este mercado entre 2003 y 2013. De este modo, ha sido analizada una muestra final de 1.078 observaciones empresa-año, destacando que un 96% de las sociedades analizadas han cotizado durante al menos 6 años en el periodo 2003-2013.

4.2 Elaboración de la base de datos

La realización del estudio empírico ha requerido la elaboración a mano de una base de datos, para cada uno de los años analizados, a partir de la información publicada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) como fuente de información básica. En concreto, a través de la información publicada en la página web de dicho órgano regulador se han recopilado los hechos relevantes, la información financiera y la información relacionada con el sistema de gobierno corporativo de cada una de las sociedades. Además, la información relativa a la estructura de propiedad de las empresas ha sido obtenida a partir de la base de datos de Bona *et al.* (2014).

De esta manera, fueron analizados un total de 12.072 hechos relevantes a lo largo del período 2003-2013, número que resulta de la aplicación de los siguientes criterios de selección: (1) hechos relevantes que por sus características podrían condicionar la toma de decisiones de los agentes interesados, (2) hechos relevantes que no tuvieran un carácter residual, (3) hechos relevantes que podrían dar pie a investigaciones futuras en el campo de la Contabilidad y las Finanzas Corporativas y (4) hechos relevantes no incluidos en otros apartados de la propia CNMV. Concretamente, en el Esquema 1 se recogen los grupos y hechos relevantes analizados.

Con respecto a las variables económico-financieras y de gobierno corporativo, el Cuadro 1 recoge las definiciones de las que serán objeto de análisis en el presente estudio.

Esquema 1. Grupos y tipos de hechos relevantes analizados

1. INSTRUMENTOS FINANCIEROS	<ul style="list-style-type: none">- <i>Aumentos y reducciones del capital social</i>- <i>Ofertas públicas de adquisición de acciones</i>- <i>Información sobre dividendos</i>- <i>Programa de recompra de acciones, estabilización y autocartera</i>- <i>Colocación de grandes paquetes accionariales</i>- <i>Calificaciones crediticias</i>
<u>HECHOS</u> <u>RELEVANTES</u>	
2. NEGOCIO Y SITUACIÓN FINANCIERA	<ul style="list-style-type: none">- <i>Préstamos, créditos y avales</i>- <i>Cambios en cifra de negocios o cartera de pedidos</i>- <i>Cambios en la política de inversión, áreas de negocios y líneas de productos</i>- <i>Información sobre resultados</i>- <i>I+D: resultados obtenidos; licencias, patentes y marcas</i>- <i>Impactos medioambientales de la actividad de la sociedad</i>- <i>Resolución de procesos judiciales o administrativos</i>
3. GOBIERNO CORPORATIVO Y CONVOCATORIAS OFICIALES	<ul style="list-style-type: none">- <i>Convocatorias y acuerdos de Juntas y Asambleas generales</i>- <i>Composición del consejo de administración</i>- <i>Pactos parasociales o que supongan un cambio de control</i>- <i>Sistemas retributivos</i>

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 1. Definición de variables

TAMAÑO	Variable dicotómica que toma el valor 1 cuando la capitalización de la empresa está por encima de la mediana y 0 en caso contrario.
RENTABILIDAD	Variable dicotómica que toma el valor 1 cuando la rentabilidad financiera ((Resultado neto / Fondos propios) está por encima de la mediana y 0 en caso contrario.
IBEX-35	Variable dicotómica que toma valor 1 cuando la empresa pertenece al IBEX-35 y 0 en caso contrario.
ENDEUDAMIENTO	Variable dicotómica que toma el valor 1 cuando la ratio de endeudamiento medida como la relación entre la deuda total y el activo total está por encima de la mediana y 0 en caso contrario.
CONCENTRACIÓN DE PROPIEDAD	Variable dicotómica que toma el valor 1 cuando la participación en el capital del principal accionista está por encima de la mediana y 0 en caso contrario.
FAMILIAR	Variable dicotómica que toma valor 1 cuando el presidente del consejo es familiar y 0 en caso contrario.

Fuente: Elaboración propia

5. LA PUBLICACIÓN DE HECHOS RELEVANTES POR LAS SOCIEDADES COTIZADAS ESPAÑOLAS

5.1 Hechos relevantes publicados

En relación con el número de hechos relevantes publicados por las sociedades cotizadas españolas para el periodo 2003-2013, la Tabla 1 muestra que las empresas proporcionan a la CNMV una media de 11 hechos relevantes al año, observándose a su vez que el traspaso de información ha ido incrementándose a lo largo del periodo analizado, pasando de una media de 10.7 hechos en el año 2003 a 12.7 hechos en 2013. Además, los datos muestran que la distribución de los hechos relevantes entre las empresas puede calificarse de homogéneo, ya que no existen grandes diferencias entre los valores de la media y la mediana.

Tabla 1. Hechos relevantes publicados por la CNMV

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Media	10.7	9.7	10.5	11.7	11.5	9.2	9.7	11.6	11.9	12.8	12.7
Mediana	8	9	10	9	10	9	8	9	10	11	11
3º cuartil	14	13	14	15	14	11	13	15	16	19	17

Fuente: Elaboración propia

Asimismo, en la Tabla 2 recogemos las 5 empresas que mayor número de hechos relevantes divulgan en los diferentes años del análisis. Al observar los resultados obtenidos podemos volver a confirmar que existe homogeneidad entre las sociedades a la hora del aporte de información, ya que no existen empresas que destaquen notoriamente por encima del resto durante los 11 años analizados. Asimismo, se aprecia una presencia permanente de empresas energéticas entre las empresas con mayor número de hechos relevantes, lo cual debe ser debido al escrutinio al que se ven sometidas este tipo de entidades tanto por parte de la administración pública como por la prensa en general.

Tabla 2. Top 5 de empresas en función del número de hechos relevantes comunicados a la CNMV

2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Repsol	Aguas de Barc.	Indra	Metrovacesa	Endesa	Prisa	OHL	Prisa	Iberdrola	Repsol	Iberdrola
Telefónica	Repsol	Repsol	Endesa	Iberdrola	In.colonial	Gas natural	Deoleo	Repsol	Iberdrola	Ezentis
Gas natural	La seda	FCC	Iberdrola	Metrovacesa	Telefónica	Amper	Iberia	NYSEA	Ezentis	Iberia
Metrovacesa	FCC	Telefónica	Europac	Acciona	U.Fenosa	Corp.Dermo.	Zeltia	SACYR	Almirall	Repsol
Nh hotel	Iberdrola	Europac	Obras Huarte	In.colonial	Metrovacesa	AISA	AISA	Solaria	Amadeus	Prisa

Fuente: Elaboración propia

Con respecto a la importancia que las empresas otorgan a la publicación de información sobre un tipo u otro de hecho relevante, en la Tabla 3 se puede apreciar la mayor relevancia en la divulgación de información de 4 tipos de hechos: *Convocatorias y Acuerdos de Juntas y Asambleas generales, Composición del Consejo de administración, Información sobre resultados e Información sobre dividendos*, los cuales se distancian de manera significativa del resto de hechos. De este modo, los datos señalan que, para todo el periodo analizado, en torno al 50% de los hechos relevantes están relacionados con los dos mecanismos de gobierno corporativo básicos, es decir, junta de accionistas y consejo de administración. Mientras que la información relacionada con el resultado de la empresa y su distribución van perdiendo protagonismo en favor de la información relacionada con la estructura de capital de las empresas, sobre su inversión en innovación y los sistemas retributivos utilizados. Este hecho puede reflejar la mayor importancia que toman dichos aspectos ante el entorno de crisis financiera que comienza a mediados de 2007, y por tanto, la mayor necesidad de las empresas de disminuir las asimetrías informativas en esos aspectos que pueden aumentar los conflictos de agencia con los agentes externos al proceso de toma de decisiones. Por otro lado, cabe destacar también la prácticamente nula aportación de información sobre *Cambios en cifra de negocios o cartera de pedidos, Cambios en política de inversión, áreas de negocio y líneas de productos e Impactos medioambientales de la actividad de la sociedad*.

Tabla 3. Tipos de hechos relevantes (Porcentaje respecto al total de hechos)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<i>Aumentos y reducciones de capital</i>	6	4.1	7.3	7.5	8.6	7.1	8.7	7.5	6.1	4.8	7.7
<i>OPAS</i>	2.4	1.8	3.7	7.5	4.1	2.1	1.7	0	1.3	1.7	1.1
<i>Información dividendos</i>	13.2	15.9	14.8	13.3	11.8	9.8	10.2	8.1	8.8	9.1	8.6
<i>Programas de recompra</i>	0.1	2.1	1.9	2.9	1.8	2.4	3.3	1.8	2.7	0.6	1.2
<i>Colocación paquetes accionariales</i>	0.5	0.4	0.5	0.3	1.5	0.1	0.9	0.8	1.1	0.9	2.2
<i>Calificaciones crediticias</i>	0	0	0	0	0	0.1	0.8	0.7	0.9	1.3	1.6
<i>Préstamos, créditos y avales</i>	0.1	1.1	2.4	1.7	1.4	1.5	2.1	3.1	2.9	4.4	3.4
<i>Cambios cifra negocios</i>	0	0	0	0.02	0	0	0.4	1.1	1	1.1	0.6
<i>Cambios política inversión</i>	0	0	0	0	0	0	0	0.2	0.05	0.08	0.21
<i>Información resultados</i>	23.5	18.2	16.8	15.1	16.5	14.9	13.4	20.8	21.2	19.8	20.3
<i>I+D</i>	0	0	0.1	0	0	0	0.4	1.5	1.5	1.3	1.2
<i>Impactos medioambientales</i>	0	0	0	0	0	0	0	0.1	0	0	0
<i>Resolución procesos judiciales y administrativos</i>	2.2	3.5	1.5	1.6	0.8	1.4	1.5	1.6	1.5	0.8	0.5
<i>Convocatoria de Juntas</i>	30.1	35.1	30.1	31.8	33.4	37.5	36.1	35.1	34.1	35	34.1
<i>Composición Consejo administración</i>	19.5	15.4	18.1	14.9	16.4	16.3	15.2	13.5	12.7	14.6	13.9
<i>Pactos parasociales</i>	0.4	1.1	0.7	0.9	1.9	1.9	1.6	1.2	1.3	1.3	0.6
<i>Sistemas retributivos</i>	1.2	1.1	2	2.1	1.7	4.7	3.6	2.7	2.7	2.9	2.6

Fuente: Elaboración propia

5.2 Hechos relevantes y características económicas de las empresas

5.2.1 Tamaño de la empresa

En referencia al tamaño de la empresa, en la Tabla 4 se puede observar que de forma estadísticamente significativa existen diferencias en el número de hechos relevantes publicados por las empresas en función a su tamaño. En este sentido, los datos muestran que las empresas de mayor dimensión divulgan un mayor número de noticias a través del regulador del mercado con una media de 5 hechos más que las sociedades de menor dimensión. Este hecho puede reflejar la mayor necesidad de suplir las asimetrías de información entre agentes internos y externos en las empresas de mayor tamaño, frente a las empresas de menor dimensión, en las que puede existir una mayor concentración de los inversores, y por tanto, donde la limitación de la asimetría informativa se hace menos necesaria para reducir conflictos de agencia.

Tabla 4. Comunicación de hechos relevantes y tamaño de la empresa

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media
Grandes	14.4	11.9	12.7	14.1	13.1	10.8	11.2	14.8	15.1	16.3	16.2	13.6
Pequeñas	7.2	7.5	7.9	7.7	8.8	8.1	8.5	9	9.5	10.4	9.6	8.7

t-Student=10.9631***

Fuente: Elaboración propia

Si analizamos los resultados por tipo de hechos relevantes, en la Tabla 5 Los datos reflejan que existen diferencias estadísticamente significativas entre las empresas de mayor y menor tamaño en la mayoría de los tipos de hechos excepto los relacionados con la información medioambiental, la inversión en I+D, los cambios en la cifras de negocio y los relacionados con la estructura de capital y la recompra de acciones, en los que no existen diferencias estadísticamente significativas entre ambos grupos de sociedades cotizadas. Sin embargo, las sociedades de mayor dimensión divulgan de manera significativa mayor información relacionada con el resultado y su reparto a través del sistema retributivo y el reparto de dividendos, así como de la calificación crediticia de la sociedad y el establecimiento de pactos parasociales entre el núcleo de accionistas de la empresa. Por su parte, las sociedades de menor dimensión divulgan de manera estadísticamente significativa un mayor número de hechos relevantes relacionados con los principales instrumentos de gobierno corporativo, con los cambios en la política de inversión, los cambios en el capital de la empresa y el resultado de los procesos judiciales. Estos datos parecen señalar que las empresas de mayor dimensión encuentran una mayor preocupación por reducir las asimetrías

informativas en aquellos aspectos relacionados con la posible expropiación de los resultados a los accionistas minoritarios y con la creación de paquetes significativos de acciones a través de pactos parasociales que pueden distorsionar la relación una acción-un voto. Por su parte, las empresas de menor dimensión, caracterizadas por la mayor presencia de propietarios dominantes, parecen mostrar una mayor preocupación por reducir las asimetrías informativas relacionadas con el sistema de gobierno corporativo y los cambios en su política de inversión que pueden incidir en el riesgo que asumen los inversores externos de dichas empresas.

Tabla 5. Hechos relevantes en función del tamaño y tipo de hecho

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media
Aumentos y reducciones del capital social												
Grandes	4.8	4	5.9	4.8	5.3	3.1	5.2	6.7	5.6	4.6	7.7	5.3
Pequeñas	7.2	4.2	8.9	12.1	14.7	10	11.8	8.2	6.6	5	7.8	8.6
t-Student= -4.0155***												
Ofertas públicas de suscripción y venta de acciones												
Grandes	4	1	5.4	11.6	5.8	3.6	2.1	0	2.4	0	1.9	3.8
Pequeñas	0.7	2.6	1.6	0.8	1	0.9	1.3	0	0.4	3	0.3	1.1
t-Student= 4.6734***												
Información sobre dividendos												
Grandes	14.5	17	15.6	14.6	13.1	11.5	12.1	10.5	12	13.2	11.2	13.2
Pequeñas	11.9	14.9	13.9	11.3	9.6	8.6	8.6	6	6.3	6.1	6.2	9
t-Student= 4.7675***												
Programas de recompra de acciones, estabilización y autocartera												
Grandes	0.2	1.5	2.4	2.2	2.1	3.3	2.9	1.4	3.4	0.6	1.9	2
Pequeñas	0	2.7	1.3	4.3	1.2	1.7	3.6	2.2	2.1	0.7	0.5	1.8
t-Student= 0.3120												
Colocación de grandes paquetes accionariales												
Grandes	0.9	0.8	0.9	0.4	2.2	0.3	1.6	1.9	1.9	2.3	3.9	1.6
Pequeñas	0	0	0	0	0.2	0	0.3	0	0.5	0	0.5	0.1
t-Student= 5.9138***												
Calificaciones crediticias												
Grandes	0	0	0	0	0	0.2	1.9	1.6	2	3.2	2.6	0.98
Pequeñas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.7	0.06
t-Student= 5.0585***												
Préstamos, créditos y avales												
Grandes	0.2	2.2	1.3	1.3	1.6	1.7	1.7	2.6	2.7	4.6	1.6	1.9
Pequeñas	0	0	3.6	2.4	1.1	1.4	2.4	3.4	3.4	4.2	5.1	2.5
t-Student= 1.5988												
Cambios en cifra de negocios o cartera de pedidos												
Grandes	0	0	0	0.04	0	0	0.7	0.7	1.8	2.5	1.3	0.6
Pequeñas	0	0	0	0	0	0	0.2	1.4	0.4	0	0	0.2
t-Student= 1.5478												
Cambios en política de inversión, áreas de negocio y líneas de productos												
Grandes	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pequeñas	0	0	0	0	0	0	0	0.4	0.1	0.1	0.4	0.1
t-Student= -2.0215**												

Información sobre resultados												
Grandes	30.5	25.2	21.1	20.2	21.4	21.5	18.2	26.3	25.6	24.7	27.1	23.5
Pequeñas	16.8	10.7	11.9	6.6	7.5	10.2	9.4	16.1	17.7	16.2	13.8	12.7
t-Student= 9.6258***												
I+D: resultados obtenidos; licencias, patentes y marcas												
Grandes	0	0	0.1	0	0	0	0.8	3.1	1.6	0.9	1.8	0.7
Pequeñas	0	0	0	0	0	0	0	0.2	1.4	1.5	0.7	0.4
t-Student= 1.1514												
Impactos medioambientales de la actividad de la sociedad												
Grandes	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pequeñas	0	0	0	0	0	0	0	0.2	0	0	0	0.02
t-Student= 0.9981												
Resolución de procesos judiciales o administrativos												
Grandes	1.3	2.7	0.9	1.6	0.9	0.8	1.2	1	0.5	0.2	0.3	1
Pequeñas	3.1	4.3	2.2	1.6	0.7	1.9	1.8	2	2.4	1.3	0.7	1.9
t-Student= -2.3279**												
Convocatorias y Acuerdos de Juntas y Asambleas generales												
Grandes	23.2	25.8	24.7	24.9	27.8	31.8	29	27	25.7	26.5	24.5	26.5
Pequeñas	38.4	45	36.4	43.5	43.6	41.7	42.2	42	40.6	41.2	43.3	41.6
t-Student=-12.0801***												
Composición del consejo de administración												
Grandes	17.9	16.2	17.6	14.2	15.7	12.7	14.3	11.6	8.4	9.7	9.1	13.5
Pequeñas	21	14.5	18.6	16.2	17.6	18.9	15.9	15.2	15.9	18.1	18.6	17.3
t-Student= -3.9786***												
Pactos parasociales o que supongan cambio de control												
Grandes	0.8	1.7	0.6	1.2	2.2	1.3	2.2	1.6	1.3	2.2	1.1	1.5
Pequeñas	0	0.6	0.7	0.6	1.4	2.5	1	0.8	1.2	0.7	0.2	0.9
t-Student= 1.9163*												
Sistemas retributivos												
Grandes	1.7	1.9	3.1	2.9	1.9	8.1	6.1	3.9	4.8	4.6	4	3.9
Pequeñas	0.76	0.3	0.7	0.6	1.3	2.2	1.5	1.7	1.1	1.6	1.2	1.3
t-Student= 6.9160***												

Fuente: Elaboración propia

5.2.2 Rentabilidad de las empresas

Nos centramos a continuación en la divulgación de hechos relevantes en función de la rentabilidad financiera de las empresas. En este sentido, como podemos percibir en los datos de la Tabla 6, existen diferencias estadísticamente significativas entre empresas más y menos rentables. Pero si tenemos en cuenta los datos absolutos se aprecia que la diferencia se debe a un hecho relevante adicional en favor de las empresas más rentables. Estos datos parecen apuntar que las empresas con mayor éxito pueden tener un mayor incentivo a mejorar la comunicación con los inversores externos con el fin de reducir asimetrías de información que puedan perjudicar la adecuada evaluación de la actuación de la empresa.

Tabla 6. Comunicación de hechos relevantes y rentabilidad de la empresa

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media
Más Rentables	11.2	10.1	10.9	12.1	11.7	9.2	9.5	11.8	12.2	13.5	13.3	11.4
Menos rentables	7.4	5	5.7	6.3	9.9	9.4	10.4	11.3	11.2	11.8	11.1	10.3
t-Student= -1.8892*												

Fuente: Elaboración propia

Para profundizar aún más en la importancia de la rentabilidad de las empresas en cuanto a la difusión de noticias también se han obtenido los resultados relativos a cada uno de los tipos de hechos relevantes analizados, dichos resultados se recogen en la Tabla 7, donde apreciamos que las sociedades más productivas dan mayor información respecto a 9 de los 17 tipos de hechos, estando las no rentables por encima en los 8 restantes. Por otra parte, podemos ver que existen diferencias estadísticamente significativas en 9 tipos de hechos relevantes: *Aumentos y reducciones del capital social, Información sobre dividendos, Calificaciones crediticias, Préstamos, créditos y avales, Información sobre resultados, I+D: resultados obtenidos; licencias, patentes y marcas, Convocatorias y acuerdos de juntas y asambleas generales, Composición del consejo de administración, Pactos parasociales o que supongan cambio de control.* Las sociedades más rentables sobresalen, ofreciendo una mayor aportación de información relativa a las calificaciones crediticias, resultados obtenidos y dividendos, así como la distribución de éstos. Este comportamiento podría estar motivado, además de para paliar

asimetrías de información, para poner de relieve sus buenos resultados en cuanto a rentabilidad, ya que es a través de estos tipos de hechos como mejor puede plasmarse.

Sin embargo, las empresas menos rentables parecen mostrar mayor preocupación por ofrecer información relativa, principalmente, a aumentos y reducciones del capital, a los aspectos relacionados con la composición del gobierno corporativo y a las convocatorias de Juntas. Pudiendo ser esto reflejo de la presencia de mayores conflictos de agencia en el seno de estas sociedades, que pueden estar afectando de manera negativa a la rentabilidad de la empresa.

Tabla 7. Hechos relevantes en función de la rentabilidad y tipo de hecho

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media
Aumentos y reducciones del capital social												
Más rentables	5.6	4.2	6.7	7	8.6	6	4.6	6.1	5.8	4.6	7.5	6.2
Menos rentables	8.7	2.8	16.5	17.9	9.2	11.1	16.5	11.3	7.1	5.3	8.6	10.1
t-Student=3.7656***												
Ofertas públicas de suscripción y venta de acciones												
Más rentables	2.7	1.7	3.9	7.9	4.4	1.4	1.1	0	0.9	1.4	1.4	2.6
Menos rentables	0	2.8	0	0	0	4.4	2.6	0	2.4	2.2	0	1.7
t-Student=-1.2436												
Información sobre dividendos												
Más rentables	15	17.2	15.7	14.1	12.6	11.7	14.4	10.7	12.2	13.1	10.3	13.4
Menos rentables	0.7	0	2.8	0	1.6	3.2	2.4	1.3	0.8	2.6	3.4	2
t-Student=-10.7156***												
Programas de recompra de acciones, estabilización y autocartera												
Más rentables	0.1	2.2	1.8	3.1	1.9	2.5	3.8	2.6	3.1	0.4	1.6	2.1
Menos rentables	0	0	2.8	0	0.6	2.1	2.4	0	1.8	1	0	1.2
t-Student=-1.5038												
Colocación de grandes paquetes accionariales												
Más rentables	0.3	0.4	0.5	0.3	1.5	0.2	1.4	1.2	1.6	1.2	1.9	0.9
Menos rentables	1.4	0	0	0	1.2	0	0	0	0	0.6	3.1	0.5
t-Student=-1.2766												
Calificaciones crediticias												
Más rentables	0	0	0	0	0	0.1	1.3	1	1	2.2	2.1	0.6
Menos rentables	0	0	0	0	0	0	0	0	0.5	0	0	0.07
t-Student=-2.4724**												
Préstamos, créditos y avales												
Más rentables	0.1	1.2	1.9	1.7	1.2	1.3	1.8	2.5	2.4	2.9	3.4	1.8
Menos rentables	0	0	8.3	2.9	4.2	2.5	2.6	4.4	4.2	6.8	3.2	3.8
t-Student=4.1565***												
Cambios en cifra de negocios o cartera de pedidos												
Más rentables	0	0	0	0.02	0	0	0.5	1.3	0.9	1.7	0.8	0.4
Menos rentables	0	0	0	0	0	0	0.3	0.7	1.3	0	0.3	0.36
t-Student=-0.1969												
Cambios en política de inversión, áreas de negocio y líneas de productos												
Más rentables	0	0	0	0	0	0	0	0.1	0.07	0.1	0.3	0.05
Menos rentables	0	0	0	0	0	0	0	0.5	0	0	0	0.06
t-Student=0.2706												

Información sobre resultados												
Más rentables	24.1	19.3	17.6	15.9	16.9	15.1	15	21.4	23.3	20.3	20.9	18.9
Menos rentables	19.8	2.8	5.8	1.2	10.3	14.4	10.6	19.3	16.3	19	18.4	15.1
t-Student=-2.5792**												
I+D: resultados obtenidos; licencias, patentes y marcas												
Más rentables	0	0	0.1	0	0	0	0	1.2	1.4	2.1	0.7	0.4
Menos rentables	0	0	0	0	0	0	1.1	2.3	1.8	0	2.9	1.1
t-Student=1.6956*												
Impactos medioambientales de la actividad de la sociedad												
Más rentables	0	0	0	0	0	0	0	0.1	0	0	0	0.01
Menos rentables	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
t-Student=-0.5016												
Resolución de procesos judiciales o administrativos												
Más rentables	1.6	3.2	1.2	1.7	0.9	1.7	1.2	1.1	1.2	0.7	0.3	1.4
Menos rentables	6.5	7.6	5.5	0	0	0.4	2	2.7	2.3	1	1	2
t-Student=1.3194												
Convocatorias y Acuerdos de Juntas y Asambleas generales												
Más rentables	30.9	33	30.3	30.2	32.2	37.4	35.4	33.9	32	33.4	31.5	32.7
Menos rentables	30.8	63.1	27.6	62.2	50.6	37.7	37.5	38.2	38.9	37.7	42.3	39.5
t-Student=4.1192***												
Composición del consejo de administración												
Más rentables	18.1	15	17.4	15	16.4	16.5	14.5	13.1	9.9	10.7	14	14.8
Menos rentables	29.3	21	27.9	13.9	17.1	15.5	16.5	14.7	19.1	20.9	13.8	18
t-Student=2.7206***												
Pactos parasociales o que supongan cambio de control												
Más rentables	0.05	1.2	0.7	1	1.7	1.6	1.1	1	0.6	1.8	0.3	1
Menos rentables	2.9	0	0	0	4.5	3.2	2.5	1.5	2.8	0.7	1.7	2
t-Student=2.6323***												
Sistemas retributivos												
Más rentables	1.4	1.2	2	2.1	1.8	4.5	4	2.6	3.5	3.4	3	2.6
Menos rentables	0	0	2.8	1.8	0.6	5.3	3.1	3	0.9	2.2	1.3	2.3
t-Student=-0.6766												

Fuente: Elaboración propia

5.2.3. Pertenencia al IBEX-35

La Tabla 8 muestra el número de hechos relevantes divulgados por las empresas a través de la CNMV en función de su pertenencia o no al IBEX-35. En la tabla se aprecian diferencias estadísticamente significativas al considerar esta condición. Las sociedades que se encuentran en el IBEX-35 ofrecen, con una media de 16.5 hechos anuales, casi el doble de información de las que no pertenecen a este índice (con un promedio de 9.5 hechos). Además también podríamos decir que el aporte de información, aunque en ciertos años haya tenido altibajos, por lo general ha permanecido constante. Este resultado puede ser reflejo de la importancia de divulgar información en las empresas que forman parte de los selectivos de las bolsas, debido a que es la información la que permite aumentar la contratación de dichos valores y, por tanto, perpetuar la posición en el índice de la sociedad, aspecto que mejora su liquidez y su coste en la financiación. Al mismo tiempo, también podría venir explicado por el mayor control al que están sometidas estas empresas por parte del propio organismo regulador, que es quien determina las empresas que deben formar parte del selectivo de la bolsa española.

Tabla 8. Comunicación de hechos relevantes y pertenencia al IBEX-35

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media
IBEX 35	17.2	12.8	15.8	19	19.5	11.3	13.9	17	18.2	18.2	18.2	16.5
No IBEX 35	8.4	8.7	8.8	9.4	9.2	8.7	8.6	10.1	10	11.1	11.2	9.5

t-Student= -13.6006***

Fuente: Elaboración propia

Centrándonos en la divulgación de información por tipo de hecho relevante y continuando con la condición de pertenecer o no al índice IBEX-35 se muestran los datos de la Tabla 9, de la cual podemos determinar que durante los 11 años analizados en la mayoría de hechos se ha producido un incremento del número de noticias anuales, exceptuando aquellos relacionados con la información de resultados y dividendos así como los relativos al gobierno corporativo y convocatoria de juntas. Además, se puede observar que existen diferencias estadísticamente significativas en 10 de los 17 hechos relevantes elegidos. Las empresas que están incluidas en el IBEX-35 destacan por ofrecer bastante mayor información que las que no pertenecen a éste en cuanto a Ofertas públicas de suscripción de acciones, información sobre

resultados, calificaciones crediticias así como respecto a sus sistemas retributivos. Sin embargo, son las empresas no pertenecientes al IBEX-35 las que sobresalen por difundir mayor cantidad de noticias relacionadas con los *Aumentos y reducciones del capital, I+D, Cambios en la cifra de negocios, Resolución de procesos judiciales, Composición del gobierno corporativo y las Convocatorias y acuerdos de juntas.*

Tabla 9. Hechos relevantes en función de la pertenencia al IBEX-35 y tipo de hecho

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media
Aumentos y reducciones del capital social												
IBEX-35	2.9	3.6	3.6	2.4	4.3	3.3	3.8	4.4	5.5	5.7	7.1	4.3
No IBEX-35	7.1	4.3	8.7	9.3	1.	8.2	10.2	8.4	6.4	4.6	8.2	7.9
t-Student=3.6838***												
Ofertas públicas de suscripción y venta de acciones												
IBEX-35	6.3	1.1	6.9	14.5	8.3	2.5	2.8	0	0.7	0	0.3	3.9
No IBEX-35	1	2	2.5	5.2	2.8	2	1.3	0	1.5	2.4	1.4	2
t-Student=-2.9462***												
Información sobre dividendos												
IBEX-35	16.7	16.2	14.3	12.5	11.1	10.5	11.6	9.2	11.5	11.3	10.4	12
No IBEX-35	13	15.9	15	13.6	12.1	9.6	9.8	7.8	8.1	8.5	8.3	11
t-Student=-1.0474												
Programas de recompra de acciones, estabilización y autocartera												
IBEX-35	0	1.2	4.1	3	3.7	4.1	3.7	2.6	2.7	0.5	2.2	2.6
No IBEX-35	0.1	2.4	1	2.9	1.2	1.8	3.2	1.6	2.7	0.7	0.9	1.7
t-Student=-1.4191												
Colocación de grandes paquetes accionariales												
IBEX-35	1.1	0.7	1.5	1.1	2	0.6	2.3	1.8	3.6	3.1	5.1	2.1
No IBEX-35	0.2	0.3	0.1	0	1.3	0	0.5	0.6	0.4	0.2	1.2	0.4
t-Student=-5.9250***												
Calificaciones crediticias												
IBEX-35	0	0	0	0	0	0	2.2	2.8	3.1	5.2	4.1	1.6
No IBEX-35	0	0	0	0	0	0.1	0.5	0.1	0.2	0	0.8	0.2
t-Student=-6.9756***												
Préstamos, créditos y avales												
IBEX-35	0.4	2.8	1.5	0	1.4	1.3	2.4	2.6	3.8	5.1	2.3	2.2
No IBEX-35	0	0.5	2.7	2.3	1.5	1.6	2	3.2	2.7	4.2	3.8	2.3
t-Student=0.2017												
Cambios en cifra de negocios o cartera de pedidos												
IBEX-35	0	0	0	0.1	0	0	0	0	0	0	0.3	0.03
No IBEX-35	0	0	0	0	0	0	0.5	1.4	1.4	1.5	0.8	0.5
t-Student=1.7553*												
Cambios en política de inversión, áreas de negocio y líneas de productos												
IBEX-35	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
No IBEX-35	0	0	0	0	0	0	0	0.3	0.1	0.1	0.3	0.07
t-Student=1.1531												

Información sobre resultados													
IBEX-35	34.3	30.9	22.9	22.4	25.5	24.2	20.6	32.7	32.4	29.4	31.5	27.8	
No IBEX-35	19.8	13.6	14.7	12.7	13.6	12.2	11.3	17.3	17.9	16.7	17	15.1	
t-Student=-9.8124***													
I+D: resultados obtenidos; licencias, patentes y marcas													
IBEX-35	0	0	0	0	0	0	0.3	0.5	0	0	0	0.07	
No IBEX-35	0	0	0.1	0	0	0	0.4	1.8	2	1.7	1.7	0.7	
t-Student=1.8545*													
Impactos medioambientales de la actividad de la sociedad													
IBEX-35	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
No IBEX-35	0	0	0	0	0	0	0	0.1	0	0	0	0.01	
t-Student=0.5699													
Resolución de procesos judiciales o administrativos													
IBEX-35	0.3	1.2	1.2	2.5	1.3	0.2	1.5	1.1	0.3	0	0.4	0.9	
No IBEX-35	2.8	4.3	1.6	1.3	0.6	1.8	1.5	1.7	1.9	1.1	0.5	1.7	
t-Student=1.6606*													
Convocatorias y Acuerdos de Juntas y Asambleas generales													
IBEX-35	24.2	25.2	19.6	23.5	23.6	34.1	27.7	23.4	20	23.9	20.6	24.2	
No IBEX-35	33.2	38.7	33.9	34.6	36.5	38.5	38.6	38.5	38.1	38	36.8	37	
t-Student=8.6150***													
Composición del consejo de administración													
IBEX-35	14.3	14.2	19.7	12.1	14	11.6	12.3	11.9	8.1	8.5	9.3	12.3	
No IBEX-35	21.3	15.8	17.5	15.9	17.2	17.7	16	14	13.8	16.9	15.9	16.4	
t-Student=3.7526***													
Pactos parasociales o que supongan cambio de control													
IBEX-35	0.2	1.3	0.9	1.1	1.5	0.7	2.1	1.3	2.3	2.8	0.3	1.3	
No IBEX-35	0.5	1.1	0.9	0.9	2	2.4	1.4	1.1	1	0.8	0.8	1.2	
t-Student=-0.4733													
Sistemas retributivos													
IBEX-35	2.3	1.5	3.7	4.7	3.1	6.8	6.5	5.5	5.8	4.4	6.1	4.6	
No IBEX-35	0.8	1	1.4	1.2	1.3	4.1	2.8	1.9	1.8	2.4	1.5	1.9	
t-Student=-6.2392***													

Fuente: Elaboración propia

5.2.4 Endeudamiento de la empresa

La Tabla 10 muestra el número de hechos relevantes en las empresas cotizadas españolas en función de si están más o menos endeudadas. De esta manera, los resultados obtenidos ponen de manifiesto que existen diferencias estadísticamente significativas entre las empresas más y menos endeudadas. Concretamente se aprecia una mayor aportación de información por parte de las empresas endeudadas, con una media de 12 hechos relevantes anuales frente a los 10 de las empresas con menor endeudamiento. Por otra parte, también se pone de relieve la homogeneidad en cuanto al volumen de información ofrecido a lo largo de los 11 años analizados, ya que a pesar de existir cambios durante el período, son muy pequeños como para darles la consideración de significativos. Este resultado podría reflejar que las empresas que sufren un mayor riesgo financiero desean reducir las asimetrías de información con los inversores externos con el objetivo de reducir el coste asociado a la financiación externa.

Tabla 10. Comunicación de hechos relevantes y el endeudamiento en la empresa

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media
Más Endeudadas	12	8.2	10.8	12.9	12.7	10.2	10.9	13.1	12.1	13.5	13.6	12
Menos endeudadas	10.3	10.4	10.4	10.8	10.4	8	8.4	9.8	11.8	11.7	11.5	10
t-Student=-3.7156***												

Fuente: Elaboración propia

Centrándonos en los resultados desglosados por tipos de hechos relevantes, comprobamos que se dan diferencias estadísticamente significativas en 7 tipos, siendo para 5 de ellos las empresas más endeudadas las que ofrecen una mayor cantidad de noticias (*Ofertas públicas de suscripción y venta de acciones, Colocación de grandes paquetes accionariales, Calificaciones crediticias, Préstamos, créditos y avales, Cambios en cifra de negocios o cartera de pedidos*). Sin embargo, para los hechos relativos a *Información de dividendos y Convocatorias y acuerdos de juntas y Asambleas generales* son las empresas menos endeudadas las que más informan.

Tabla 11. Hechos relevantes en función del endeudamiento y tipo de hecho

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media
Aumentos y reducciones del capital social												
Más endeudadas	6	5.7	3.1	4.5	4.6	6.7	7.8	10.7	7.4	5.5	9.2	6.8
Menos endeudadas	6	3.5	9.5	9.8	13	7.7	9.9	3.6	4.4	3.7	5.4	7.1
t-Student=0.3465												
Ofertas públicas de suscripción y venta de acciones												
Más endeudadas	4.1	3.7	5.2	10.4	5.2	3	1.3	0	1.8	2.1	1.5	3.1
Menos endeudadas	1.7	1	2.9	5.3	2.9	0.8	2.2	0	0.6	1.1	0.4	1.8
t-Student=-2.1905**												
Información sobre dividendos												
Más endeudadas	11	15.8	14.9	12.6	13.3	9.5	8.2	5.4	7.8	7.7	5.6	9.4
Menos endeudadas	14	16.1	14.8	13.9	10.3	10.3	12.7	11.4	10.2	11.5	13.4	12.8
t-Student=3.8550***												
Programas de recompra de acciones, estabilización y autocartera												
Más endeudadas	0.3	0.5	2.1	3.4	1.6	3	4.1	1	2.1	0.3	0.6	1.8
Menos endeudadas	0	2.7	1.8	2.6	2	1.6	2.3	2.9	3.5	1.1	2	2
t-Student=0.3221												
Colocación de grandes paquetes accionariales												
Más endeudadas	0	0.4	1.2	0.6	1.9	0.2	1.2	1.5	0.5	1.1	2.5	1.1
Menos endeudadas	0.6	0.4	0.1	0	1	0	0.5	0	2	0.7	1.6	0.6
t-Student=-2.2765**												
Calificaciones crediticias												
Más endeudadas	0	0	0	0	0	0.2	1.5	0.9	1	1.7	2.4	0.9
Menos endeudadas	0	0	0	0	0	0	0	0.5	0.8	0.8	0.4	0.2
t-Student=-3.7689***												
Préstamos, créditos y avales												
Más endeudadas	0	1.2	4.7	2.2	2.3	1.7	3.6	4.3	3.9	5.5	5	3.4
Menos endeudadas	0.1	1.1	1.1	1.4	0.5	1.2	0.1	1.5	1.6	2.4	0.8	1
t-Student=-6.2469***												
Cambios en cifra de negocios o cartera de pedidos												
Más endeudadas	0	0	0	0.05	0	0	0.6	2	1.7	1.7	1.1	0.8
Menos endeudadas	0	0	0	0	0	0	0.2	0	0	0	0	0.02
t-Student=-3.2364***												
Cambios en política de inversión, áreas de negocio y líneas de productos												
Más endeudadas	0	0	0	0	0	0	0	0.2	0	0	0	0.02
Menos endeudadas	0	0	0	0	0	0	0	0.2	0.1	0.2	0.5	0.08
t-Student=0.9766												

Información sobre resultados												
Más endeudadas	18.1	15.9	15.9	17.8	16.6	17.2	15.5	19.7	20.9	20.3	18.5	18.1
Menos endeudadas	25.5	19	17.3	13.1	16.3	12	10.8	22.1	21.6	18.8	23.2	18.1
t-Student=0.0266												
I+D: resultados obtenidos; licencias, patentes y marcas												
Más endeudadas	0	0	0	0	0	0	0.6	1.2	1.3	0.9	0.8	0.5
Menos endeudadas	0	0	0.2	0	0	0	0	1.9	1.8	2	2	0.6
t-Student=0.2674												
Impactos medioambientales de la actividad de la sociedad												
Más endeudadas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Menos endeudadas	0	0	0	0	0	0	0	0.2	0	0	0	0.02
t-Student=0.9925												
Resolución de procesos judiciales o administrativos												
Más endeudadas	4.4	2.4	2.6	1.9	0.8	1.4	1	1.5	1.2	0.4	0.8	1.4
Menos endeudadas	1.4	4	0.9	1.4	0.8	1.4	2.2	1.6	2	1.6	0	1.6
t-Student=0.6194												
Convocatorias y Acuerdos de Juntas y Asambleas generales												
Más endeudadas	32.3	35.9	25.6	29.4	32.3	32.4	33.9	35.6	34.6	33.8	32.9	32.9
Menos endeudadas	30.4	34.9	32.5	33.6	34.7	44.2	38.9	34.6	33.3	37.1	36	35.2
t-Student=1.7144**												
Composición del consejo de administración												
Más endeudadas	22.1	16.8	22.4	13.4	17.2	18.3	15.3	11.9	11.8	13.9	16.5	15.7
Menos endeudadas	18.6	14.8	15.8	16.1	15.6	13.5	15	15.6	13.7	15.8	9.9	15.2
t-Student=-0.5317												
Pactos parasociales o que supongan cambio de control												
Más endeudadas	0.2	0.5	0.5	1.1	2.4	1.1	2	0.9	0.9	1.9	0.3	1.2
Menos endeudadas	0.5	1.4	0.8	0.9	1.3	3.1	1.1	1.5	1.8	0.3	1.2	1.2
t-Student=0.2183												
Sistemas retributivos												
Más endeudadas	1.4	1	1.7	2.4	1.8	5.1	3.4	2.9	2.8	3	2.2	2.8
Menos endeudadas	1.2	1.2	2.2	1.8	1.6	4.2	3.9	2.5	2.5	2.7	3.2	2.3
t-Student=-1.1744												

Fuente: Elaboración propia

5.3 Hechos relevantes y gobierno de la empresa

5.3.1 Estructura de propiedad

En relación con la estructura de propiedad de la empresa, la Tabla 12 nos muestra la existencia de diferencias estadísticamente significativas en la cantidad de hechos relevantes transmitidos por las empresas en función del nivel de concentración de propiedad. En este caso, los datos reflejan que son las empresas con una estructura de propiedad dispersa las que revelan un mayor número de noticias a través de la CNMV, con una media de 12 noticias anuales frente a las 10 generalmente difundidas por las empresas de propiedad concentrada. Este resultado se encuentra en consonancia con una mayor necesidad de suplir asimetrías de información en las sociedades con estructura de propiedad dispersa, debido a la mayor cantidad de accionistas minoritarios existentes que solo cuentan con la información divulgada por las empresas y los medios de comunicación para conocer la marcha de la empresa.

Tabla 12. Comunicación de hechos relevantes y estructura de propiedad de la empresa

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media
Concentrada	9.9	9.2	9.7	12	10.9	9	9.9	12.2	11.2	10.5	10.3	10.4
Dispersa	11.4	10.3	11.5	11.5	12.3	9.6	9.7	11.1	12.6	15.4	15.4	11.8

t-Student=2.95***

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla 13 se recoge el número de noticias por cada tipo de hecho relevante que difunde cada una de las empresas en función de si su estructura de propiedad es concentrada o dispersa. De este modo, observamos que existen diferencias estadísticamente significativas en sólo 6 de los 17 tipos de hechos analizados. Éstos son: *Aumentos y reducciones del capital social, Información sobre dividendos, Colocación de grandes paquetes accionariales, Préstamos, créditos y avales, Cambios en cifra de negocios o cartera de pedidos, Convocatorias y Acuerdos de Juntas y Asambleas generales*. Los datos obtenidos reflejan de forma general un crecimiento constante durante los 11 años para todos los tipos de hechos a excepción de los relacionados con la información y distribución de los resultados, así como para los referentes a la composición del consejo de administración y la resolución de procesos judiciales. Asimismo, se puede observar que las sociedades con una estructura de propiedad concentrada ofrecen de forma estadísticamente significativa una mayor información acerca de los *Préstamos, créditos y avales, Cambios en la*

cifra de negocios o cartera de pedidos así como sobre las *Convocatorias y acuerdos de juntas*. Por otra parte, aquellas caracterizadas por una estructura de propiedad dispersa difunden de manera significativa mayor número de noticias relativas a los *Aumentos y reducciones del capital, Colocación de paquetes accionariales* y a la distribución de resultados.

Estos resultados podrían mostrar la necesidad de las empresas con estructura de propiedad concentrada de reducir el riesgo de expropiación de los accionistas dominantes con respecto a los accionistas minoritarios, de ahí que estas empresas, entre otros hechos, ofrezcan una mayor información acerca de las Convocatorias y Acuerdos adoptados en Juntas y sobre a los préstamos que se solicitan. Sin embargo, las de propiedad dispersa se caracterizan por dar más información de aumentos de capital o colocación de paquetes accionariales, pudiendo estar esto relacionado con la frecuencia con la que estas empresas buscan nuevos accionistas. Evidentemente, ocurre lo contrario en las concentradas, donde no se tiene tanto interés en la búsqueda de nuevos accionistas, principalmente por la dificultad que conllevaría a los accionistas significativos seguir manteniendo sus porcentajes de participación.

Tabla 13. Hechos relevantes en función de la estructura de propiedad y tipo de hecho

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media
Aumentos y reducciones del capital social												
Concentradas	3.8	0.9	5	5.4	5.6	6.1	7.5	7	5	3.2	6	5
Dispersas	7.9	7.2	9.6	9.8	11.4	8	9.9	8.1	7.3	6.6	9.5	8.7
t-Student =4.2304***												
Ofertas públicas de suscripción y venta de acciones												
Concentradas	2.1	0.2	3.9	9.3	6.1	2.4	2.2	0	1.7	0.8	0.7	2.7
Dispersas	2.6	3.3	3.4	5.6	2.3	1.7	1.1	0	0.9	2.7	1.4	2.3
t-Student t=-0.9478												
Información sobre dividendos												
Concentradas	14.5	18.2	14.2	11.1	9.4	7.9	7.3	7.5	8.5	8.4	7.4	10.4
Dispersas	12.1	14	15.5	15.7	14.1	11.7	13	8.7	9.1	9.9	9.8	12.1
t-Student =2.2235**												
Programas de recompra de acciones, estabilización y autocartera												
Concentradas	0.2	0.7	1	3.2	2.4	3.1	3	2.2	2.3	0.3	1.2	1.8
Dispersas	0	3.4	2.7	2.8	1.2	1.7	3.6	1.5	3.1	0.9	1.1	2
t-Student =0.2768												
Colocación de grandes paquetes accionariales												
Concentradas	0.6	0.7	0.4	0	1.1	0	0.5	0.5	0.1	0	1.6	0.5
Dispersas	0.4	0.1	0.5	0.6	1.9	0.3	1.2	1.1	2.2	2	2.7	1.2
t-Student =3.0085***												
Calificaciones crediticias												
Concentradas	0	0	0	0	0	0.2	1.4	1	1.2	0.6	1.7	0.6
Dispersas	0	0	0	0	0	0	0.3	0.5	0.6	2.1	1.5	0.5
t-Student =-0.7597												
Préstamos, créditos y avales												
Concentradas	0	1.7	2.8	2.5	2.5	22	1.7	4.2	3.4	4	3.6	4.4
Dispersas	0.2	0.5	1.9	0.9	0.4	0.8	2.4	2	2.5	4.8	3.1	1.8
t-Student =-2.2449**												
Cambios en cifra de negocios o cartera de pedidos												
Concentradas	0	0	0	0.04	0	0	0.6	1.6	1.9	1.5	1.2	0.6
Dispersas	0	0	0	0	0	0	0.2	1.7	0.2	0.6	0.1	0.3
t-Student =-2.0107**												

Cambios en política de inversión, áreas de negocio y líneas de productos

Concentradas	0	0	0	0	0	0	0	0.2	0	0.1	0.4	0.1
Dispersas	0	0	0	0	0	0	0	0.3	0.1	0	0	0
t-Student	=-0.6652											

Información sobre resultados

Concentradas	24.3	20	17.3	17	14.7	16.3	16.4	21.3	21.4	20.3	18.2	18.8
Dispersas	22.9	16.4	16.3	13.1	18.1	13.7	10.6	20.2	21	19.2	22.4	17.6
t-Student	=0.9760											

I+D: resultados obtenidos; licencias, patentes y marcas

Concentradas	0	0	0	0	0	0	0	0.9	1.5	0.7	1.4	0.4
Dispersas	0	0	0.2	0	0	0	0.8	2.1	1.5	1.8	1.1	0.7
t-Student	=0.8976											

Impactos medioambientales de la actividad de la sociedad

Concentradas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dispersas	0	0	0	0	0	0	0	0.2	0	0	0	0
t-Student	=0.9832											

Resolución de procesos judiciales o administrativos

Concentradas	1.9	3.9	1	2.4	0.5	0.9	1.1	1.1	0.5	0.5	0.4	1.3
Dispersas	2.5	3.1	2	0.7	1	1.9	1.9	2	2.6	1.2	0.5	1.8
t-Student	=1.3154											

Convocatorias y Acuerdos de Juntas y Asambleas generales

Concentradas	30.3	35.5	31.5	31.9	35.2	38.1	39.2	38.2	38.6	40.5	42.1	36.5
Dispersas	31.4	34.9	28.8	31.8	31.7	36.8	33.1	32.3	29.7	29.2	26	31.4
t-Student	=-3.9285***											

Composición del consejo de administración

Concentradas	20.7	14.8	19.6	13.8	17.6	16	13.4	11.3	11.3	15.1	10.8	14.9
Dispersas	18.5	15.9	16.6	16.2	15.3	16.5	16.9	15.6	13.9	14.1	17	16
t-Student	=1.2904											

Pactos parasociales o que supongan cambio de control

Concentradas	0.9	1.8	1.1	1.3	2.9	1	1.1	0.7	1.4	1	0.2	1.2
Dispersas	0	0.6	0.1	0.7	0.9	2.9	2	1.6	1.2	1.7	1.1	1.2
t-Student	=0.0488											

Sistemas retributivos

Concentradas	0.8	1.6	2	2	1.8	5.7	4.4	2.3	1.2	2.8	2.7	2.5
Dispersas	1.6	0.7	2.1	2.1	1.5	3.8	2.9	3.1	4.2	3	2.4	2.5
t-Student	=-0.1248											

Fuente: Elaboración propia

5.3.2 Control familiar

Finalmente analizamos si el control familiar implica una mayor o menor comunicación de hechos relevantes. Como muestra la Tabla 14, existen diferencias estadísticamente significativas entre las empresas familiares (controladas por una familia) y empresas no familiares. Concretamente, se aprecia que son las empresas no familiares las que divulgan una mayor información, con aproximadamente una media de 3 hechos relevantes más que las familiares. También se aprecia un comportamiento uniforme en cuanto a la cantidad de hechos relevantes a lo largo del periodo de análisis, aunque también se aprecia un incremento de noticias entre el primer año y el último analizado para todas las empresas. Este resultado se encuentra en consonancia con literatura previa que atribuye una menor transparencia a las empresas familiares (Burkart, Gromb y Panunzi, 1997; Burkart et al., 2003; Shleifer y Summers, 1988).

Tabla 14. Comunicación de hechos relevantes y el control familiar en la empresa

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media
Familiares	9	8.6	9.4	12	11.5	8.9	9.3	11.5	10.9	11.2	11.6	10.4
No familiares	13.7	11.7	13	11.1	11.8	10.5	11.5	11.9	14.9	16.8	15.6	13

t-Student=4.93***

Fuente: Elaboración propia

Analizando los resultados por tipos de hechos relevantes, la Tabla 15 refleja diferencias estadísticamente significativas en varios tipos de hechos. Entre los tipos de hechos que ofrecen estas diferencias las empresas familiares destacan por aportar mayor información en cuanto a *Préstamos, créditos y avales, I+D: resultados obtenidos; licencias, patentes y marcas, Resolución de procesos judiciales o administrativos y Convocatorias y acuerdos de juntas y Asambleas generales*. De otra parte, las no familiares destacan por divulgar un mayor número de noticias sobre *Información sobre dividendos, Colocación de grandes paquetes accionariales, Cambios en cifra de negocios o cartera de pedidos e Información sobre resultados* respecta.

Tabla 15. Hechos relevantes en función del control familiar y tipo de hecho

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media
Aumentos y reducciones del capital social												
Familiares	5.4	4.3	8.7	7.6	8.6	7	10	8	5.8	3.4	8.8	7.2
No familiares	7	3.8	4.5	7.5	9	7.4	4.2	6	7	8.2	5.2	6.3
t-Student=-1.0050												
Ofertas públicas de suscripción y venta de acciones												
Familiares	2	2.1	2.6	9.2	3.9	1.8	1.1	0	0.6	1.6	1.1	2.3
No familiares	3	1.3	5.9	3	4.8	2.8	3.5	0	3.3	2	0.9	2.7
t-Student=0.5962												
Información sobre dividendos												
Familiares	11.1	12.8	12.7	11.7	10.8	9.5	9.7	7.6	8.8	9.9	8.5	10.1
No familiares	16.6	21.2	19.2	17.8	15.8	10.7	11.9	9.6	8.7	7.2	8.8	13.5
t-Student=3.4503***												
Programas de recompra de acciones, estabilización y autocartera												
Familiares	0.1	2.7	1.3	4.1	2.1	1.9	2.7	1.7	2.1	0.4	1	1.9
No familiares	0	1.1	3.1	0	0.4	3.6	5.3	2.3	4.2	1.1	1.6	2
t-Student=0.2140												
Colocación de grandes paquetes accionariales												
Familiares	0.4	0	0.2	0	1.6	0	0.6	0.2	0.5	0.4	2	0.6
No familiares	0.5	1	0.9	1	1.1	0.5	2	2.8	2.8	2.2	2.6	1.6
t-Student=3.7527***												
Calificaciones crediticias												
Familiares	0	0	0	0	0	0.1	0.6	0.5	0.2	0.3	1	0.3
No familiares	0	0	0	0	0	0	1.7	1.4	2.9	3.8	3	1.2
t-Student=4.5043***												
Préstamos, créditos y avales												
Familiares	0	0.6	2.9	1.8	1.7	1.8	2.5	3.6	2.9	4.8	3.4	2.4
No familiares	0.2	1.9	1.2	1.6	0.3	0.8	0.6	1.4	3	3.5	3.2	1.7
t-Student=-1.8015*												
Cambios en cifra de negocios o cartera de pedidos												
Familiares	0	0	0	0.03	0	0	0.1	0.9	0.5	0.4	0.2	0.2
No familiares	0	0	0	0	0	0	1.4	1.8	2.6	2.6	1.7	0.9
t-Student=2.6084***												
Cambios en política de inversión, áreas de negocio y líneas de productos												
Familiares	0	0	0	0	0	0	0	0.3	0.1	0.1	0.3	0.07
No familiares	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
t-Student=-1.2735												

Información sobre resultados												
Familiares	21.3	16	15.5	15.1	16.5	14.7	13.8	18.2	19.7	18.7	19	17
No familiares	27.2	21.6	19.5	15.2	16.5	15.7	12.2	28.8	25.2	22.4	23.3	21
t-Student=3.0638***												
I+D: resultados obtenidos; licencias, patentes y marcas												
Familiares	0	0	0.1	0	0	0	0.5	2	2	1.8	1.8	0.8
No familiares	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
t-Student=2.3622**												
Impactos medioambientales de la actividad de la sociedad												
Familiares	0	0	0	0	0	0	0	0.1	0	0	0	0.01
No familiares	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
t-Student=-0.6294												
Resolución de procesos judiciales o administrativos												
Familiares	3.3	4	2.3	1.7	0.7	1.8	1.5	1.8	1.8	1.1	0.5	1.8
No familiares	0.3	2.7	0	1.2	1.3	0.4	1.5	0.9	0.7	0.2	0.4	0.9
t-Student=-1.9763**												
Convocatorias y Acuerdos de Juntas y Asambleas generales												
Familiares	32.3	39.3	32.8	31.4	34.2	38.7	37.3	37.9	37.9	39.5	34.7	36.1
No familiares	28.5	28.5	24.8	33	30.4	34	32.1	26.6	23.6	24.4	32.6	28.9
t-Student=-4.9551***												
Composición del consejo de administración												
Familiares	21.9	15.4	17.8	14.2	16.2	16.3	14.2	12.8	14	14.1	14.2	15.3
No familiares	15.6	15.3	18.6	16.8	17.3	16.2	18.3	15.9	8.8	15.7	13.3	15.6
t-Student=0.2122												
Pactos parasociales o que supongan cambio de control												
Familiares	0.6	1.5	0.8	1	1.9	1.5	1.4	1.4	1.1	0.8	0.7	1.2
No familiares	0.1	0.5	0.4	1	1.7	3.4	2.1	0.4	1.8	2.6	0.5	1.3
t-Student=0.2937												
Sistemas retributivos												
Familiares	1.5	1.2	2.1	2.1	1.7	4.9	3.8	3	1.7	2.5	2.6	2.6
No familiares	0.8	1	1.8	1.9	1.5	4.1	3.2	2	5.3	4	2.7	2.5
t-Student=-0.0744												

Fuente: Elaboración propia

6. CONCLUSIONES

A pesar de jugar un importante papel en la mitigación las asimetrías informativas entre accionistas controladores y minoritarios, no existe evidencia empírica previa sobre la divulgación de hechos relevantes en las empresas cotizadas españolas, posiblemente por la importante labor que supone el acopio, clasificación y organización de dicha información.

De esta manera, en el presente trabajo hemos analizado un total de 12.076 hechos relevantes divulgados por las empresas cotizadas españolas a lo largo del período 2003-2013, con el fin de determinar el papel que podrían jugar en el contexto del conflicto de agencia existente entre accionistas controladores y minoritarios.

En primer lugar nuestros resultados ponen de manifiesto un incremento en el número de hechos relevantes divulgados por las sociedades cotizadas españolas, lo cual está en consonancia con el contexto normativo actual, en el que con el paso del tiempo se va haciendo un mayor esfuerzo por aumentar la transparencia de las empresas de nuestro país.

En cuanto al análisis de los hechos relevantes y las características económicas de las empresas se ha puesto de manifiesto que las empresas de mayor tamaño, las pertenecientes al IBEX-35 y las endeudadas son las que proporcionan un mayor número de hechos relevantes, en consonancia con su necesidad por mitigar las asimetrías de información entre accionistas controladores y minoritarios. Asimismo, en el análisis de los hechos relevantes y ciertas características del gobierno corporativo se ha podido constatar que las empresas concentradas y las no familiares proporcionan un mayor número de hechos relevantes.

En el análisis individual de los hechos relevantes destacan cuatro tipos, dos de ellos relacionados con los dos mecanismos básicos de gobierno (Junta de accionistas y Consejo de administración) y otros dos relacionados con los resultados y su distribución (Información sobre resultados e Información sobre dividendos).

Nuestro estudio plantea varias investigaciones futuras. De una parte, sería interesante estudiar las relaciones de causalidad para los análisis que hemos realizado. Por otro lado, podría ser interesante añadir variables adicionales del sistema de gobierno

corporativo en el análisis, con el fin de obtener una imagen más clara sobre la posible relación estas variables y los hechos relevantes.

REFERENCIAS

- Bona Sánchez, C., Pérez Alemán, J., y Santana-martín, D. J. (2010). El papel de la información contable ante la presencia de accionistas dominantes. *AECA: Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, AECA. Retrieved from <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4219974>
- Bona-Sánchez, C., Pérez-Alemán, J., y Santana-Martín, D. J. (2011). Ultimate Ownership and Earnings Conservatism. *European Accounting Review*, 20(1), 57–80. <http://doi.org/10.1080/09638180903384676>
- Burkart, M., Gromb, D., y Panunzi, F. (1997). Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *The Quarterly Journal of Economics*. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2951253>
- Burkart, M., Panunzi, F., y Shleifer, A. (2003). Family firms. *Journal of Finance*, 58(5), 2167–2201. <http://doi.org/10.1111/1540-6261.00601>
- Bushman, R. M., y Smith, a J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting & Economics*, 32(1-3), 237–333. [http://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00027-1](http://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00027-1)
- Charreaux, G. (1997). *Vers une théorie du gouvernement des entreprises en Le Gouvernement des entreprises: Corporate Governance, théories et faits*. (G. E. Charreaux, Ed.). Économica, Paris.
- Cuervo, A. (2002). Corporate governance mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance-an International Review*, 10(2), 84–93. <http://doi.org/10.1111/1467-8683.00272>
- Cuervo, A. (2004). El gobierno de la empresa. Un problema de conflicto de intereses. In E. Bueno Campos (Ed.), *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*. Madrid: Pirámide.
- Faccio, M., y Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365–395. [http://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00146-0](http://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00146-0)
- Fernández, A., y Ansón, S. (1999). El gobierno de la empresa: mecanismos alineadores y supervisores de las actuaciones directivas. *Revista Española de Financiación Y Contabilidad*. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/42781319>
- Healy, P. M., y Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405–440. [http://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](http://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Jensen, M. C., y Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure Theory of the Firm : Managerial Behavior

- , Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [http://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., y Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <http://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., y Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*. [http://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](http://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., y Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.
- Shleifer, A., y Summers, L. (1988). Breach of trust in hostile takeovers. ... *Takeovers: Causes and Consequences*. Retrieved from <http://www.nber.org/chapters/c2052.pdf>
- Vergara, R. (2007). La transparencia como problema. Retrieved from [http://www.uaq.mx/contraloriasocial/diplomado/biliografia-modulo3/IFAI - cuadernillo 5.pdf](http://www.uaq.mx/contraloriasocial/diplomado/biliografia-modulo3/IFAI-cuadernillo-5.pdf)
- Villalonga, B., y Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>
- Zingales, L. (1998). Corporate Governance. In P. Newman (Ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and Law*. New York: Stockton Press.