

Mecanismos de gobierno corporativo y capital intelectual

Francisca Tejedo-Romero

Universidad de Castilla-La Mancha, Departamento de Administración de Empresas, Albacete, España

Joaquim Filipe Ferraz Esteves Araujo

Universidad del Minho, Departamento de Relaciones Internacionales y Administración Pública Braga, Portugal

Magnus Luiz Emmendoerfer

Universidad Federal de Viçosa, Departamento de Administración y Contabilidad, Viçosa, Brasil

Recibido:

24/02/2016

Aprobación:

10/02/2017

Editor responsable:

Prof^a Dr^a Leire San-Jose

Evaluado por el sistema:

Double Blind Review

Resumen

Objetivo – El propósito de este trabajo es identificar aquellas características del gobierno corporativo de las empresas españolas, incluidas en el índice de cotización bursátil del Ibex35, que influyen en la política de divulgación de información voluntaria respecto de su capital intelectual.

Metodología – Se utilizó el análisis de contenidos de 115 informes anuales, correspondientes a 23 empresas del Ibex35 a lo largo de cinco años, que permitió la elaboración de un índice de divulgación para cuantificar la información del capital intelectual.

Resultados – Basándonos en los postulados de la Teoría de la Agencia-*Stakeholders*, los principales resultados revelan que las empresas que más información suministran de su capital intelectual son las que tienen un mayor control accionarial, menos consejeros independientes, separación de funciones entre el presidente y el primer directivo, y un mayor tamaño de sus consejos de administración.

Contribuciones – Con este estudio, contribuimos a la teoría de la agencia-*stakeholders* mediante la evidencia, desde un mercado no anglosajón (caracterizado por el fuerte poder de los ejecutivos y la baja protección de los accionistas minoritarios y resto de *stakeholders*), de que determinadas características del gobierno corporativo condicionan la revelación del capital intelectual.

Palabras clave – Capital intelectual; divulgación de información; gobierno corporativo; estructura de la propiedad; consejo de administración.



Revista Brasileira de Gestão e Negócios

DOI: 10.7819/rbgn.v19i65.3024

I Introducción

El conocimiento se puede identificar como un activo empresarial (Sveiby, 1997; Tejedero-Romero & Araujo, 2016) que se ha convertido en el recurso económico clave y en la principal ventaja competitiva (Brooking, 1997; Rodrigues, Tejedero-Romero, & Craig, 2017). El conocimiento puede presentar distintos orígenes como son las personas, la organización, la tecnología y el mercado o el entorno socioeconómico, formando lo que se denomina “Capital intelectual” (CI) (Comisión Europea, 2006). Muchos investigadores sostienen que el CI aumenta considerablemente el valor de la empresa (Bukh, Nielsen, Gormsen, & Mouritsen, 2005; Rodrigues et al., 2017; Tejedero-Romero, & Alfaro-Cortés, 2014; Yi & Davey, 2010).

No obstante, los estados financieros han dejado de ser explicativos de la realidad empresarial sobre la que pretenden informar, ya que los criterios de identificación, medición y valoración no responden a las características de la economía del conocimiento (Beattie, 2005; Tejedero-Romero & Araujo, 2016). Muchos *stakeholders* están en desventaja respecto al acceso a la información y se ven obligados a depender en gran medida de la divulgación voluntaria de información sobre el CI para su toma de decisiones (Rodrigues et al., 2017; Vergauwen, Bollen, & Oirbans, 2007). La finalidad de la divulgación sobre el CI debe ser la de: a) proporcionar información relevante y de calidad para que los *stakeholders* puedan tomar decisiones eficientes (Abeysekera & Guthrie, 2005; Tejedero-Romero, & Alfaro-Cortés, 2014); b) reducir las asimetrías de la información y mejorar las relaciones con los *stakeholders* (Guthrie & Petty, 2000; Rodrigues et al., 2017); c) mejorar la transparencia entre los gestores de las empresas y propietarios, y resto de *stakeholders* (Vergauwen, et al., 2007; Yi & Davey, 2010); d) minorar la brecha existente entre el valor contable y el valor de mercado de la empresa (García-Meca, Parra, Larrán & Martínez, 2005); y e) crear confianza y reputación entre los *stakeholders* (Tejedero-Romero, 2016; Vergauwen, et al., 2007).

Las empresas están tomando conciencia sobre la importancia de divulgar información voluntaria (Bukh et al., 2005; Tejedero-Romero &

Araujo, 2016; Yi & Davey, 2010), y es el Buen Gobierno Corporativo (en adelante GC) el que debe proporcionar los mecanismos necesarios para incrementar el grado de transparencia y la calidad de la misma. Como señalan García Osma y Gill de Albornoz (2007), la influencia que puede ejercer el gobierno de la empresa en la calidad de la información se enmarca dentro del contexto del problema de agencia que se origina por la separación entre la propiedad y el control de las empresas (Jensen & Meckling, 1976). Esto genera la aparición de asimetrías entre el principal (accionistas y otros *stakeholders*) y el agente (gestores/directivos), donde el agente puede utilizar su poder para alcanzar su propio beneficio en contra de los intereses del principal (Jensen & Meckling, 1976). Esto ha llevado a que en la mayoría de los países se hayan promulgado códigos de buen gobierno, en los que se establecen reglas y recomendaciones que permiten a las empresas adoptar normas relativas a la supervisión de los directivos, encaminadas a reducir las asimetrías de información entre accionistas y resto de *stakeholders*.

Son pocas las investigaciones que han intentado establecer relaciones entre la divulgación de CI, la estructura de la propiedad y el GC (Abeysekera, 2010; Cerbioni & Parbonetti, 2007; Hidalgo, García-Meca, & Martínez, 2011; Li, Pike, & Haniffa, 2008; Rodrigues et al., 2017). Las diferencias institucionales y legales de los distintos países, en particular sus estructuras de propiedad y de sus sistemas de GC (unitario o dual), pueden dar lugar a variaciones significativas en sus modelos de gobernanza y en la información revelada. Hay que destacar que los trabajos desarrollados hasta la actualidad, como el pionero trabajo de Cerbioni y Parbonetti (2007), señalan una serie de limitaciones que podrían ser subsanadas con futuras investigaciones, como: ampliar el periodo de estudio, estudiar empresas de distintos sectores y analizar contextos institucionales y legales diferentes. Tratando de solventar las mismas y debido a la escasez de estudios que en España que examinan la influencia que tiene la estructura de la propiedad y las características del GC de las empresas españolas cotizadas sobre la divulgación de CI, se plantea este trabajo.

España tiene un marco interesante para estudiar la eficacia de los mecanismos de buen gobierno en la divulgación de información sobre el CI, por varios motivos: a) la protección legal de los accionistas es menor que en los mercados anglosajones (Gisbert Clemente & Navallas Labat, 2009), principalmente de los accionistas minoritarios (Pucheta-Martínez, 2015); b) los mercados de capitales españoles están menos desarrollados que los estadounidenses, británicos e incluso asiáticos (Fernández-Méndez, Arrondo-García, & Fernández-Rodríguez, 2011; Pucheta-Martínez, 2015); c) la exigencia para todas las empresas cotizadas, por medio de la Ley 26/2003 de 17 de julio, de disponer de un sitio web para suministrar información relevante y elaborar un informe de gobierno corporativo (Gisbert Clemente & Navallas Labat, 2009; Tejedo-Romero & Araujo, 2016); d) el papel relevante que adquiere el consejo de administración (en adelante CA) en sistemas de gobierno unitario o monista (*one-tier-system*), al ser el encargado del control y supervisión del equipo directivo de la empresa, promoviendo una participación activa en la toma de decisiones estratégicas (Acero Fraile, & Alcalde Fradejas, 2010; García-Sánchez, Rodríguez Domínguez, & Gallego Álvarez, 2011); y e) la existencia de una estructura de propiedad altamente concentrada (García Osma & Gill de Albornoz, 2007; Gisbert Clemente & Navallas Labat, 2009), donde los consejeros dominicales tienen una influencia significativa en los CA españoles (Pucheta-Martínez & García-Meca, 2014); porque en España, además de los *consejeros ejecutivos* o internos (*insider*), que son aquellos que detentan un cargo directivo en la empresa y están involucrados directamente en la gestión, los miembros *consejeros no ejecutivos* o externos (*outsider*) son considerados como: *dominicales*, que representan los intereses de los grupos accionariales capaces de influir en el control de la empresa (accionistas mayoritarios); *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; y *otros externos* (Ley 31/2014, art. 529).

Este trabajo pretende identificar aquellas características del GC de las empresas españolas del Ibex35 que inciden en la política de divulgación del CI. Estas empresas son las que configuran el grueso de movimiento de capitales en la bolsa española. Además, son un referente ya que, para la elaboración del primer código de GC (Informe Olivencia), fueron las destinatarias de una encuesta para conocer la estructura del accionariado y de los consejos de las sociedades cotizadas españolas. Para el análisis de los datos se emplea un modelo de regresión para datos de panel balanceado, usando el estimador de Hausman-Taylor para solventar el problema de endogeneidad de las variables. Los resultados sugieren que la estructura de la propiedad y determinadas particularidades del CA, como el número de consejeros, el papel de los consejeros independientes y la separación de cargos en las funciones de presidente del CA y consejero delegado, juegan un importante rol en la decisión de divulgar información del CI.

Desde la perspectiva de la teoría de *agencia-stakeholders*, nuestra investigación nutre de varias maneras a la literatura existente sobre el debate relativo a los mecanismos de GC que afectan a la divulgación de CI en las relaciones de agencia. En primer lugar, aporta evidencias a la limitada investigación existente en el contexto español relativo a la influencia que tiene el GC en la divulgación del CI. En particular, se mejora el conocimiento de los determinantes de la divulgación de CI en un mercado de capitales, que no es anglosajón, caracterizado por una estructura de propiedad concentrada en grandes accionistas y por el fuerte poder que poseen los ejecutivos, debido a la escasa separación de poderes que existe entre las funciones de presidente del CA y primer ejecutivo (consejero delegado). Además se pone en evidencia la poca efectividad de CA independientes, como mecanismo de control que contribuye a salvaguardar los intereses de los accionistas minoritarios y resto de *stakeholders*. En segundo lugar, es un estudio longitudinal que comprende un periodo de 5 años, ampliando aquellos trabajos previos referenciados a uno o dos años en España (García-Meca, Parra, Larrán, & Martínez, 2005; Macagnan, 2009; Monclús Guitart, Rodríguez Merayo, & Torres Coronas,

2006; Oliveras, Gowthorpe, Kasperskaya, & Perramon, 2008), a excepción del trabajo de Alcaniz, Gomez-Bezares, y Ugarte (2015) que abarca el periodo entre 1996 y 2007. En tercer lugar, el empleo de la metodología de datos de panel, que no ha sido muy utilizada en estudios sobre CI, mejora la eficiencia en las estimaciones econométricas al capturar la heterogeneidad no observable (Baltagi, 2014; Wooldridge, 2010). Finalmente, también se aborda el problema de la endogeneidad de las variables de GC, originado por la relación de causalidad entre dichas variables y la divulgación de información corporativa (Gul & Leung, 2004), mediante el empleo del estimador de Hausman-Taylor.

2 Marco teórico y desarrollo de hipótesis

2.1 Regulación y contexto en España

Con el objetivo de analizar la situación de la contabilidad en España y la forma de abordar la adaptación de nuestro ordenamiento contable a las normas internacionales de contabilidad, se crea una Comisión de Expertos. El resultado del trabajo realizado fue la publicación del conocido “*El Libro Blanco de la Contabilidad*” (Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas [ICAC], 2002). En este documento se hacía referencia a la relevancia del CI y se recomendaba la elaboración de indicadores que reflejaran el estado de los elementos intangibles que constituyen parte del patrimonio empresarial, así como la divulgación y estandarización entre las empresas que voluntariamente quieran utilizarlos en su información financiera, por medio de los informes de CI o bien dentro de secciones dentro del Informe Anual (ICAC, 2002), ya que este último es la principal vía de comunicación corporativa de las actividades e intenciones futuras de las empresas (Abeysekera & Guthrie, 2005; Tejedo Romero & Araujo, 2016).

En España, la mayoría de los trabajos que estudian la información voluntaria del CI han analizado los informes anuales (Macagnan, 2009; Monclús et al., 2006; Oliveras et al., 2008). Alcaniz et al. (2015) exploraron los folletos de emisión de las Ofertas Públicas

Iniciales (OPIs), y García-Meca et al. (2005) se centraron en examinar los informes emitidos por analistas financieros. Siguiendo a Tejedo-Romero y Araujo (2016), los niveles de información voluntaria recogidos en los informes anuales están directamente relacionados con la cantidad de información que las empresas publican en medios, bien en informes medioambientales, informes de responsabilidad, página web de la propia empresa, informes de analistas financieros, etc. Por este motivo nuestro trabajo analizará los informes anuales.

Por otro lado, El GC en España ha sido impulsado principalmente por varios códigos de GC: Informe Olivencia fue lanzado en 1998, seguido por el Informe Aldama en 2003, y el Código Conthe o el Código Unificado en 2006 que ha sido modificado en 2013 y 2015. Estos códigos se caracterizan por el principio de cumplir o explicar, es decir, las empresas pueden cumplir o no cumplir con las recomendaciones del código, aunque tienen que explicar por qué no cumplen con dichas recomendaciones.

2.2 Divulgación voluntaria de información sobre el capital intelectual

Son numerosos los esfuerzos realizados por académicos e investigadores, organismos e instituciones y organizaciones que han tratado de establecer modelos de gestión con la finalidad de identificar, medir y gestionar el CI (Comisión Europea, 2006; Sveiby, 1997), así como la elaboración de directrices y guías útiles para divulgar información acerca del CI, tales como las guías danesas (Danish Agency for Trade and Industry [DATI], 2000), nórdicas (Nordic Industrial Fund [NORDIKA], 2001), alemanas (Federal Ministry of Economics and Labour [FMEL], 2004), japonesas (Ministry of Economy, Trade and Industry [METI], 2005), europeas (Meritum Project, 2002) y el modelo 3R (Ordoñez de Pablos, 2004), entre otros.

En las últimas décadas ha crecido el número de investigaciones relativas a la divulgación de información sobre CI (García-Meca et al., 2005; Goebel, 2015; Rodrigues et al., 2017; Yi & Davey, 2010). Gran parte de los trabajos se han basado en el marco inicial de Sveiby (1997), que

más tarde fue modificado por Guthrie y Petty (2000) y replicado por otros autores (Abeysekera & Guthrie, 2005; Bozzolan, Favotto, & Ricceri, 2003; Oliveras et al., 2008; Tejedo-Romero & Alfaro-Cortés, 2014) para clasificar la información del CI en categorías compuestas por una serie de elementos intangibles específicos. La elección de los mismos se suele basar en la literatura sobre CI (Brooking, 1997; Sveiby, 1997), en directrices y recomendaciones de varias instituciones (DATI, 2000; Meritum Project, 2002; Danish Ministry of Science Technology and Innovation [DMSTI], 2003), y en estudios empíricos relativos a la divulgación de CI (Abeysekera & Guthrie, 2005; Bozzolan et al., 2003; García-Meca et al., 2005; Guthrie & Petty, 2000).

Son abundantes los trabajos previos que se han caracterizado por analizar, de manera descriptiva, la cantidad de información suministrada por las empresas de un determinado país, durante un periodo corto de tiempo, de uno o dos años (Abeysekera, 2010; Abeysekera & Guthrie, 2005; An, Davey, Eggleton, & Wang, 2015; Bozzolan et al., 2003; García-Meca et al., 2005; Goebel, 2015; Guthrie & Petty, 2000; Hidalgo et al., 2011; Li et al., 2008; Macagnan, 2009; Monclús et al., 2006; Oliveras et al., 2008; Tejedo-Romero & Alfaro-Cortés, 2014; Whiting & Miller, 2008; Yi & Davey, 2010).

Sin embargo, son escasos los trabajos de carácter longitudinal, destacando los llevados a cabo por Abhayawansa y Guthrie (2016), Alcaniz, et al. (2015), Bukh et al. (2005), Tejedo-Romero & Alfaro-Cortés (2014), etc. Todos ellos concluyen afirmando la tendencia creciente a divulgar información sobre CI. No obstante, el trabajo de Rodrigues et al. (2017) encuentra que se ha producido un estancamiento en el suministro de información sobre CI durante el periodo de crisis.

Muchos de los trabajos anteriormente citados han intentado conocer aquellos factores que influyen en las prácticas de divulgación sobre el CI. Principalmente se han considerado las características de las empresas tales como, tamaño, sector, *market to book*, endeudamiento, rentabilidad, entre otras (Alcaniz et al., 2015; Bozzolan et al., 2003; García-Meca et al., 2005;

Goebel, 2015; Tejedo-Romero & Alfaro-Cortés, 2014; Whiting & Miller, 2008); así como los mecanismos de GC que inciden en la revelación de CI (Abeysekera, 2010; Cerbioni & Parbonetti, 2007; Hidalgo et al., 2011; Li et al., 2008; Rodrigues et al., 2017).

No obstante, los motivos por los cuales las empresas divulgan información voluntaria sobre su CI se han sustentado en una serie de teorías (Tejedo-Romero & Alfaro-Cortés, 2014). Realmente no existe una única teoría, sino que los distintos investigadores utilizan diferentes teorías para explicar el porqué del suministro adicional de información. Nuestra investigación se apoya en la *teoría de los stakeholders, la agencia y la señal*.

La *teoría de los stakeholders* se basa en las relaciones que mantiene una empresa con una variedad de *stakeholders*. Esta teoría se relaciona con el término “*accountability*” al referirse a la responsabilidad que tiene la empresa de rendir cuentas no solo a sus accionistas, sino también a otros grupos de interés con el fin de ayudarles a tomar decisiones apropiadas (An et al., 2015; Guthrie, Petty, Yongvanich, & Ricceri, 2004). La rama positiva (gestión) de esta teoría trata de centrarse en aquellos *stakeholders* que tienen más poder e influencia para la viabilidad y el éxito de la empresa. La divulgación de CI puede ser utilizada para gestionar los intereses de los *stakeholders* con la finalidad de ganar su apoyo y aprobación (Guthrie et al., 2004; Yi & Davey, 2010) al aumentar el valor percibido que tienen de la empresa (Abeysekera & Guthrie, 2005; Tejedo-Romero & Alfaro-Cortés, 2014).

Siguiendo a Acero Fraile y Alcalde Fradejas (2010), nos apoyamos en el enfoque de los *stakeholders* porque es más apropiado en los países de la Europa continental donde predomina un sistema basado y centrado en las relaciones; al contrario de los países anglosajones, donde predomina un sistema basado en el mercado y orientado a satisfacer las necesidades e intereses de los accionistas.

La perspectiva de la teoría de la *agencia-stakeholders* considera a la empresa como un conjunto de agentes socioeconómicos (Hill & Jones, 1992), unidos por unos contratos que definen las reglas de actuación dentro de ésta

(relaciones de agencia entre principal y agente) (An et al., 2015; Li et al., 2008; Rodrigues et al., 2017). Las asimetrías de información entre las partes (principal-agente) generan un conflicto de intereses entre: propietarios y gestores; accionistas mayoritarios y minoritarios, y entre gestores o propietarios e inversores potenciales u otros *stakeholders*. La revelación de CI puede ser una vía importante para reducir las asimetrías de información con la finalidad de que accionistas, inversores y resto de *stakeholders* puedan tomar decisiones eficientes al disponer de información sobre los principales creadores de valor a largo plazo (Cerbioni & Parbonetti, 2007; Guthrie & Petty, 2000; Tejedo-Romero & Alfaro-Cortés, 2014).

La *teoría de la señal* presenta conexiones con las anteriores teorías. La empresa envía señales a los *stakeholders* sobre determinadas características que son fuente de ventaja competitiva en el mercado (Guthrie & Petty, 2000; Tejedo-Romero & Alfaro-Cortés, 2014) con la finalidad de reducir las asimetrías de información. La divulgación de CI puede ser una manera eficaz para que las empresas señalen su superior calidad debido a la relevancia del CI para la generación de riqueza (Vergauwen et al., 2007; Whiting & Miller, 2008).

2.3 El buen gobierno corporativo

El Buen GC debe proporcionar los mecanismos necesarios para incrementar el grado de transparencia y la calidad de la información divulgada (Rodríguez-Ariza, Frías-Aceituno, & García Rubio, 2014). Para este fin, se estudian la estructura de la propiedad, así como las características y estructura del CA, como mecanismos del buen funcionamiento del GC que pueden influir en la divulgación de información del CI.

2.3.1 Estructura de la propiedad

La estructura de la propiedad se define como el grado de participación en la propiedad de la empresa que determina la distribución de poder y control (Briano Turrent & Saavedra Garcia, 2015). Los directivos son el único grupo de interés

que mantiene relaciones contractuales con el resto de *stakeholders* (García-Sánchez, Cuadrado-Ballesteros, & Sepulveda, 2014), pudiendo surgir un conflicto de intereses entre ellos. Así, bajo el marco de la teoría de la agencia-*stakeholders*, un mayor porcentaje de acciones en manos de los gestores (consejeros y directivos) puede servir como un mecanismo para alinear intereses con el resto de propietarios y *stakeholders* (Eng & Mak, 2003; Jensen & Meckling, 1976). Al participar los gestores en el capital de la empresa tendrán menos incentivos para comportarse de modo oportunista y perjudicar al resto de accionistas, empleados, acreedores, clientes, proveedores, inversores, etc. En el caso español, Monterrey Mayoral y Sánchez-Segura (2008) encontraron que la participación del equipo directivo en la propiedad de la empresa aporta un efecto benéfico sobre la calidad de la información divulgada. Los gestores estarán interesados en enviar señales al mercado mediante la divulgación de CI para que todos los *stakeholders* relacionados con la empresa y, en concreto, los potenciales inversores conozcan cuáles son los principales recursos que generan valor a largo plazo con la finalidad de aumentar la liquidez y el valor de las acciones de la empresa (Hidalgo et al., 2011), y promocionar a la empresa debido a los beneficios futuros que se puedan obtener en las ofertas públicas de acciones (Bukh et al., 2005). La información sobre CI puede considerarse como un mecanismo de control orientado a alinear intereses entre directivos y *stakeholders*. Esto nos lleva a plantear nuestra primera hipótesis:

H1: *Las empresas que tienen un mayor control accionarial por parte de los gestores son las que más información suministran del CI.*

2.3.2 Consejo de administración

El CA es el principal órgano de gobierno de la empresa, al que se le confieren las competencias de supervisión y control del equipo directivo (Gul & Leung, 2004); así como la de orientación, colaboración y asesoramiento (Acero Fraile & Alcalde Fradejas, 2010; Pucheta-Martínez, 2015), dirigidas a velar por los intereses de

todos los *stakeholders*. Desde la perspectiva de la teoría de la agencia-*stakeholders*, el CA debe centrarse en lograr el bienestar de todos los *stakeholders*, salvaguardando sus intereses y rindiendo cuentas ante ellos (Rodríguez-Ariza et al., 2014); especialmente se encargará de gestionar y determinar la divulgación de información voluntaria en los informes anuales que proteja los intereses de todos los *stakeholders* (García-Sánchez et al., 2014; Li et al., 2008). Existen diversos dispositivos dentro del CA, tales como independencia, separación de funciones y tamaño, que pueden mejorar la labor de supervisión, control, orientación y asesoramiento, reduciendo las asimetrías de información y aminorando la existencia de conflicto de intereses entre las partes.

Independencia del CA:

La independencia del CA es un mecanismo de supervisión y control de las acciones llevadas a cabo por los gestores de la empresa (Jensen & Meckling, 1976; Lim, Matolcsy & Chow, 2007). La independencia suele vincularse con la presencia de consejeros no ejecutivos (García-Sánchez et al., 2011; García-Sánchez, et al., 2014; Gisbert Clemente & Navallas Labat, 2013; Prado Lorenzo, García-Sánchez & Gallego-Álvarez, 2009; Pucheta-Martínez, 2015). Estos consejeros se encuentran más interesados en crear más valor a largo plazo (Pucheta-Martínez, 2015), en tener un comportamiento más responsable que proteja los intereses de los *stakeholders* (Acero Fraile & Alcalde Fradejas, 2010; García-Sánchez et al., 2011), en ser más objetivos e independientes en el análisis de la gestión y comportamiento de la empresa (Prado Lorenzo et al., 2009; Rodríguez-Ariza et al., 2014) y en rendir cuentas ante los *stakeholders*. Estas actitudes fomentan la calidad y cantidad de información corporativa divulgada (Gisbert Clemente & Navallas Labat, 2013; Lim et al., 2007). Aunque el grado de independencia de los CA es una característica muy recomendable, la evidencia empírica ha encontrado resultados mixtos entre la independencia y la divulgación de información. Algunos autores, como Al-Moataz y Hussainey (2012), Barako, Hancock e Izan (2006), Eng y Mak (2003), Gul y Leung, (2004),

Rodrigues et al., (2017), encuentran un impacto negativo; otros una relación positiva (Barako & Brown, 2008; Briano Turrent & Saavedra Garcia, 2015; Cerbioni & Parbonetti, 2007; Li et al., 2008; Lim et al., 2007); y Ghazali y Weetman, (2006); Haniffa y Cooke, (2002) e Hidalgo et al. (2011) no detectan ninguna influencia. Las razones de dicha divergencia pueden justificarse en que: a) una mayor presencia de independientes puede ser la causa de que accionistas minoritarios y *stakeholders* demanden menos información, como consecuencia de la mayor confianza depositada en ellos por ser los que defienden sus intereses (Rodrigues et al., 2017); b) un excesivo número de independientes puede afectar a la eficiencia del CA puesto que no ejercen tareas ejecutivas (Monterrey Mayoral & Sánchez-Segura, 2008); c) los consejeros independientes no sean necesariamente tan independientes (Li et al., 2008); y, d) el poder de los ejecutivos podría restar importancia a la labor que deben desempeñar (García-Sánchez et al., 2011). Nos decantamos por estas razones, ya que el mercado español se caracteriza por empresas con CA donde los consejeros ejecutivos tienen un elevado poder; esto provocaría un efecto sustitución al restar importancia a la labor que deben desempeñar los independientes dentro del CA. De acuerdo con ello, se presenta la siguiente hipótesis:

H2: *Las empresas que tienen más consejeros independientes en su CA son las que menos información suministran del CI.*

Separación de funciones en el cargo:

La separación de las funciones de primer ejecutivo (consejero delegado) y presidente del CA también suele vincularse con un CA independiente (Prado Lorenzo et al., 2009). La concentración de mucho poder en manos de una única persona (dualidad) puede dar lugar a comportamientos ineficaces y oportunistas (Jensen & Meckling, 1976), desarrollando estrategias que favorezcan sus intereses personales en detrimento de la empresa (García-Sánchez, et al., 2011; Prado Lorenzo et al., 2009). Esto puede llevar a una pérdida de transparencia de la empresa (Briano

Turrent & Saavedra Garcia, 2015; Gul & Leung, 2004); así como la elaboración y publicación de información de baja calidad (Pucheta-Martínez, 2015).

La mayor parte de trabajos sostienen que la dualidad en el cargo limita la independencia del CA y reduce la capacidad de éste para ejercer sus funciones de control, supervisión y asesoramiento (Briano Turrent & Saavedra Garcia, 2015; Prado Lorenzo et al., 2009), afectando a la política de divulgación de información de la empresa (Allegrini & Greco, 2013; Li et al., 2008; Pucheta-Martínez, 2015). Sin embargo, los trabajos de Cerbioni y Parbonetti (2007), Gul y Leung (2004) y Rodrigues et al. (2017) encuentran que la dualidad tiene una asociación negativa con la divulgación de información. Aunque los trabajos de Hidalgo et al. (2011) y Li et al. (2008) no encontraron ninguna relación significativa con la divulgación de CI.

En España se recomienda que las empresas adopten medidas para evitar la excesiva concentración de poder en manos de una misma persona (Comisión Nacional del Mercado de Valores [CNMV], 2006). Por tanto, la separación de funciones ayudará a mejorar la función de supervisión (Briano Turrent & Saavedra Garcia, 2015), la calidad de la información divulgada (Haniffa & Cooke, 2002) y la transferencia de información relevante entre los miembros del CA (García-Sánchez et al., 2011; Gisbert Clemente & Navallas Labat, 2013), en concreto la relativa al CI. Por tanto, planteamos la siguiente hipótesis:

H3: *Las empresas que tienen separadas las funciones de primer ejecutivo y presidente del consejo son las que más información suministran del CI.*

Tamaño del consejo:

Gisbert Clemente y Navallas Labat (2013) afirman que las grandes empresas están bajo la presión de un mayor número de *stakeholders* que demandan más información y que el tamaño de la empresa guarda relación con el tamaño del CA. El tamaño tiene una influencia significativa en la eficiencia, eficacia y la supervisión de los

consejos de administración (Hidalgo et al., 2011; Rodrigues et al., 2017). CA grandes son más propensos a revelar más información (Gisbert Clemente & Navallas Labat, 2013).

La evidencia empírica ha obtenido resultados mixtos. Cerbioni y Parbonetti (2007) y Lim et al. (2007) encuentran una asociación negativa entre el tamaño del consejo y el nivel de información voluntaria. Por su parte, los trabajos de Abeysekera (2010), Allegrini y Greco (2013), Briano Turrent y Saavedra Garcia (2015), Gisbert Clemente y Navallas Labat, (2013), Hidalgo et al. (2011) encuentran una asociación positiva entre el tamaño del CA y el nivel de información.

En España se aconseja que el tamaño no sea inferior a cinco ni superior a quince miembros (CNMV, 2006). Un elevado número de miembros en el consejo puede suponer: a) una menor probabilidad de que éste sea controlado por la gestión (Al-Moataz & Hussainey, 2012), b) un incremento de la diversidad y experiencia del consejo (Gisbert Clemente & Navallas Labat, 2013; Hidalgo et al., 2011; Rodríguez-Ariza et al., 2014); y, c) una mejora del proceso de toma de decisiones y del nivel de información suministrado (Briano Turrent & Saavedra Garcia, 2015; Gisbert Clemente & Navallas Labat, 2013). Nosotros defendemos que CA grandes son beneficiosos porque reúnen un mayor conjunto de conocimientos técnicos y experiencia de todos sus miembros a disposición de la empresa. Se propone la hipótesis siguiente:

H4: *Las empresas que tienen un tamaño de su CA elevado son las que más información suministran del CI.*

3 Metodología de la investigación

3.1 Muestra y obtención de los datos

Este estudio se centra en las empresas españolas cotizadas incluidas en el índice bursátil del Ibex35, al ser más susceptible de una mayor transparencia informativa (Briano Turrent & Rodríguez-Ariza, 2013; Ríos Berjillos, Torres Jiménez, Tirado Valencia, & Carbonell Peralbo, 2009; Tejedo-Romero & Araujo, 2016). Estas

empresas están obligadas a cumplir con los requisitos establecidos en la ley 26/2003 de 17 de julio de transparencia informativa, en concreto disponer de página web para suministrar información a las partes interesadas, por lo que el acceso al informe anual y de GC es mucho más fácil y accesible.

Las unidades muestrales se corresponden con los informes anuales. La muestra final consta de 115 informes anuales correspondientes a las 23 empresas que han permanecido durante 5 años en el índice (2004-2008). Se opta por un diseño de la muestra dirigido o no probabilístico (Hernández Sampieri, Fernández Collado, & Baptista Lucio, 2006) que considera las empresas incluidas en el Ibex35 en 2008 y se mantienen las mismas empresas durante de años hasta 2004 (Ríos Berjillos et al., 2009). Así se estudian las mismas empresas en los 5 años (datos balanceados). Se seleccionan las empresas del Ibex35 a 31 de diciembre de 2008 por dos motivos. Uno coyuntural, con la crisis económica mundial iniciada en 2008, hay un escenario atípico con más inestabilidad, variaciones y contingencias que pueden generar análisis equivocadas porque no hay evidencias comprobadas de superación de la misma por organismos internacionales. En

esta línea, Abhayawansa y Guthrie (2016), que analizan la divulgación de CI en los informes de analistas financieros en Australia durante 2003-2008, justifican su periodo de análisis afirmando que su elección viene motivada por el impacto de la crisis financiera mundial, ya que la divulgación de información se vería afectada por las preocupaciones económicas y políticas externas en lugar de por factores internos a la empresa; así se mide de forma más fiable la revelación de información sobre el CI. Este motivo también fue sustentando por Alcaniz et al. (2015) que estudiaron la divulgación de CI en los folletos de emisión de las Ofertas Públicas Iniciales (OPIs) españolas desde 1996 a 2007. Por otro lado, en años posteriores a 2008, hubo grandes modificaciones en la composición del Ibex35 con motivo de las fusiones de grandes grupos empresariales y salidas de empresas del Ibex35 motivadas por la crisis (Tejedo-Romero, 2016). Otra motivación es metodológica, al priorizar un periodo *ex-ante* crisis que podrá ser útil en futuras investigaciones para análisis *ex-post* crisis.

La representatividad de la muestra final sobre la población de partida es de un 65,7% y se encuentran caracterizados todos los sectores industriales (ver Tabla 1).

Tabla 1
Empresas por sectores en la muestra y en la población

Sectores	Población inicial		Muestra final	
	Empresas	Porcentaje	Empresas	Porcentaje
Bienes de Consumo	2	5,71%	1	4,35%
Materiales Básicos/Industria y Construcción	11	31,43%	6	26,09%
Petróleo y Energía	8	22,86%	7	30,43%
Servicios de Consumo	3	8,57%	2	8,70%
Servicios Financieros e Inmobiliarios	9	25,71%	5	21,74%
Tecnología y Telecomunicaciones	2	5,71%	2	8,70%
Total	35	100%	23	100%

3.2 Medición de las variables

Variable dependiente

Se ha elaborado un índice de divulgación no ponderado (Cerbioni & Parbonetti, 2007; Tejedero-Romero, 2016) sobre el nivel de información sobre el CI y para cuantificarlo. Empleando la metodología del análisis de contenido, se ha codificado la información cualitativa y cuantitativa en categorías previamente definidas (Krippendorff, 1997). La elección de estas categorías y las partidas o *ítems* que comprenden cada categoría, se han basado en la literatura previa (Brooking, 1997; Sveiby, 1997, etc.), en directrices y recomendaciones de diversas instituciones (Comisión Europea, 2006; DATI, 2000; Meritum Project, 2002; NORDIKA, 2001; Ordoñez de Pablos, 2004), y en los estudios empíricos de divulgación de CI en diferentes países (An et al., 2015; Bozzolan et al., 2003; Goebel, 2015; Guthrie & Petty, 2000; Yi & Davey, 2010, etc.) y en España (Alcaniz et al., 2015; García-Meca et al., 2005; Macagnan, 2009; Oliveras et al., 2008; Tejedero-Romero & Alfaro-Cortés, 2014).

En primer lugar, se realizó una prueba piloto en cuatro informes anuales elegidos al azar para obtener una lista final de partidas o *ítems* que mejor describen los elementos divulgados por las empresas españolas. Las partidas que finalmente han sido consideradas se muestran en la Tabla 2. Para garantizar la fiabilidad del análisis de contenido se emplean dos codificadores que ha sido objeto de formación durante un amplio período y las decisiones de codificación han llegado a un nivel aceptable en la muestra piloto, obteniendo un alfa de Krippendorff de 0.82

(Guthrie et al., 2004; Rodrigues et al., 2017).

La elaboración del índice de CI es la siguiente:

$$ICI_j = \frac{1}{53} \sum_{i=1}^{53} X_{ij} \quad (1)$$

donde ICI_j es el índice absoluto de divulgación no ponderado de CI de la empresa j , i son los ítems o partidas, j es la empresa y , X_{ij} es la puntuación obtenida para el ítem i en la empresa j . De modo que, X_{ij} tomará el valor 1 si la empresa j ha divulgado el ítem i y, tomará el valor 0 en caso contrario.

Este índice no ponderado considera que todas las partidas informativas tienen la misma importancia (Beretta & Bozzolan 2008; Briano Turrent & Saavedra Garcia, 2015) y es consistente con la aproximación adoptada por Alcaniz et al. (2015), García-Meca et al. (2005), Macagnan (2009), Rodrigues et al. (2017) y Tejedero-Romero y Alfaro-Cortés (2014). Se ha realizado un ajuste dividiendo por el número máximo de partidas que podían ser divulgadas, para no penalizar a aquellas empresas que por algún motivo no pudieran divulgar algún ítem (Botosan, 1997; Marston & Shrivess, 1991). No se utilizan índices ponderados por el grado de subjetividad que llevan aparejados las ponderaciones, al no existir una tabla de ponderaciones universalmente aceptada, sino que a cada uno de los ítems se les asigna una puntuación diferente dependiendo de la importancia que establezca el propio investigador (Tejedero-Romero & Araujo, 2016).

Tabla 2

Partidas consideradas en la elaboración del índice de divulgación de CI

CI		
1. Perfil del empleado	21. Patentes	33. Relaciones financieras
2. Igualdad y diversidad	22. Copyrights	34. Marcas
3. Seguridad y Salud	23. Secretos comerciales	35. Nombre de clientes relevantes
4. Relaciones laborales y actividad sindical	24. Marcas comerciales	36. Lealtad de clientes
5. Implicación de los trabajadores con la comunidad	25. Filosofía de gestión	37. Satisfacción del cliente
6. Reconocimiento de empleados	26. Cultura corporativa	38. Servicios y apoyo a clientes
7. Empleados destacados	27. Procesos de Gestión	39. Nombre de la empresa
8. Compromiso de los empleados	28. Procesos Tecnológicos	40. Contratos favorables
9. Motivación de los empleados	29. Investigación y Desarrollo	41. Medidas de protección del medioambiente.
10. Comportamiento de los empleados	30. Innovación	42. Patrocinio y mecenazgo
11. Datos económicos	31. Sistemas de información	43. Responsabilidad social/Acción social
12. Educación reglada	32. Sistemas de redes	44. Gobierno de la empresa
13. Cualificación profesional		45. Colaboración con empresas
14. Formación de empleados		46. Acuerdos de franquicia
15. Desarrollo de empleados		47. Acuerdos de licencia
16. Know-how (saber hacer)		48. Relaciones con proveedores
17. Experiencia profesional		49. Relaciones con las AAPP
18. Antigüedad de los expertos		50. Relaciones con centros de investigación
19. Rendimientos y resultados de altos directivos		51. Relaciones con los medios de comunicación
20. Espíritu emprendedor		52. Relaciones con otros grupos de interés
		53. Canales de distribución

Variables independientes

Los datos se han obtenido del Informe de GC. La medición queda descrita a continuación (Tabla 3):

Tabla 3

Variables independientes y medida

Variable	Medida
Control accionarial de los gestores	Variable numérica que representa el porcentaje de acciones en manos de consejeros y directivos
Independencia del CA	Variable numérica que representa el porcentaje de consejeros independientes en el CA
Separación de las funciones de Primer Ejecutivo y Presidente del CA	Variable <i>dummy</i> que toma el valor de 1 en caso de separación de funciones y 0 en caso contrario
Tamaño del CA	Variable numérica que representa el número total de miembros que integran el CA. Además se incluye el cuadrado de esta variable, llamada "Tamaño CA ² ", que permitirá determinar una posible relación en forma de U entre el tamaño del CA y la divulgación de CI. Esta idea ha sido utilizada, por ejemplo, por Rodrigues et al., (2017) para analizar la relación entre el tamaño del CA y la divulgación de CI en las empresas portuguesas.

Variables de control

Se han considerado las siguientes variables de control:

- Tamaño de la empresa: son numerosas las investigaciones empíricas que confirman que el tamaño tiene un impacto positivo con el nivel de revelación de información (Bozzolan et al., 2003; Eng & Mak, 2003;

García-Meca et al., 2005; Hidalgo et al., 2011; Rodrigues et al., 2017; Tejedo-Romero & Alfaro-Cortés, 2014). Se ha medido tomando el logaritmo de los activos totales (Bozzolan et al., 2003; Goebel, 2015).

- *Market to Book*: este valor se atribuye al valor de los intangibles ocultos de las empresas (Brooking, 1997; Sveiby,

1997). Se ha medido como el cociente entre el valor de capitalización y el valor contable del patrimonio neto al cierre del ejercicio contable (Tejedo-Romero & Alfaro-Cortés, 2014; Vergauwen et al., 2007).

- Industria/sector: la evidencia empírica ha corroborado que las empresas de sectores intensivos en intangibles divulgan más información que aquellas que poseen menos recursos intangibles (Hidalgo et al., 2011; Li et al., 2008; Tejedo-Romero & Alfaro-Cortés, 2014; Vergauwen et al., 2007).
- Se han considerado *dummies* para cada uno de los sectores, tomando el valor de 1 si la empresa pertenece al sector en cuestión y un valor 0 si no pertenece (Hidalgo et al., 2011).

La información de estas variables se ha recopilado de los Informes Anuales y, cuando no ha sido posible su obtención, de la base de datos SABI/AMADEUS.

3.3 Modelo de investigación

Se ha empleado un modelo econométrico de datos de panel que datos transversales (23 empresas) y temporales (5 años) permitiendo disponer de un mayor número de observaciones ($115=N \times T$) y grados de libertad (Ríos Berjillos et al., 2009). Esta técnica mejora la eficiencia de las estimaciones econométricas al capturar la heterogeneidad no observable: a) de los efectos individuales específicos de cada empresa y, b) los efectos temporales (Baltagi, 2014; Ríos Berjillos et al., 2009; Hsiao, 2003; Wooldridge, 2010).

El objetivo del trabajo es identificar aquellas características del GC de las empresas Ibex35 que influyen en la revelación de CI, que se prueba empíricamente usando dos modelos:

$$\text{Capital intelectual}_{it} = a + \beta_1 \text{Control accionarial gestores}_{it} + \beta_2 \text{Independencia CA}_{it} + \beta_3 \text{Separación de funciones}_{it} + b_4 \text{Tamaño CA}_{it} + b_5 Z_{it} + v_{it} \quad (1)$$

$$\text{Capital intelectual}_{it} = a + \beta_1 \text{Control accionarial gestores}_{it} + \beta_2 \text{Independencia CA}_{it} + \beta_3 \text{Separación de funciones}_{it} + b_4 \text{Tamaño CA}_{it} + b_5 \text{Tamaño CA}^2_{it} + b_6 Z_{it} + v_{it} \quad (2)$$

$$v_{it} = \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Donde: i representa a la empresa ($i=1, \dots, 23$) y t se refiere al periodo temporal ($t=2004, \dots, 2008$). a es la constante, b son los parámetros que deben ser estimados. v_{it} es el término de error aleatorio el cual se descompone en 2 partes: μ_i que es el efecto individual que caracteriza a cada empresa y es invariante a lo largo del tiempo; y ε_{it} que varía entre empresas y a lo largo del tiempo.

Para el análisis se utilizaron tres estimadores: mínimos cuadrados ordinario agrupado (Pooled Ordinary Least Squares, POLS), efectos fijos (EF) y efectos aleatorios (EA). Si el término $v_{it} = \mu_i + \varepsilon_{it}$ (ecuación 3) es constante, no hay efectos individuales significativos ni efectos temporales y el POLS asume que todos los términos son iguales. Si el μ_i (ecuación 3) se asume que es un parámetro fijo, entonces se estima por EF, y si el μ_i (ecuación 3) es aleatorio, entonces el modelo se estima por EA.

Para determinar cuál es la estimación más correcta se realizarán distintas pruebas (Hsiao, 2003; Wooldridge, 2010): la prueba Breusch-Pagan, la prueba F para EF, y la prueba de Hausman

Adicionalmente, la posible endogeneidad de las variables de GC nos lleva a utilizar el estimador de Hausman-Taylor. Esta técnica se ajusta a un modelo de efectos aleatorios de datos de panel, sobre la base de un enfoque de variables instrumentales, en los que algunas de las covariables están correlacionadas con los efectos aleatorios no observados a nivel individual (Wooldridge, 2010).

Las estimaciones se han realizado con el Stata 14.1.

4 Análisis de datos y resultados

Se realiza un análisis descriptivo y multivariante con la finalidad de alcanzar nuestro objetivo.

4.1 Análisis descriptivo

En la Tabla 4 se presentan los resultados.

Tabla 4

Estadísticos descriptivos del índice de capital intelectual y las variables de gobierno corporativo

	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.	Mediana
Capital intelectual	115	0	0,70	0,42	0,20	0,50
Control accionarial gestores (%)	115	0	60,46	12,910	19,39	3,66
Independencia consejo (%)	115	9,09	80	40,66	17,03	41,18
Tamaño consejo	115	8	24	15	3,84	15

		Frecuencia	Porcentaje	Porcentaje acumulado	Media	Desv. típ.
Separación funciones	No Separación	86	74,8	74,8	0,252	0,436
	Separación	29	25,2	100		

Los resultados evidencian que las empresas revelan poco sobre el CI, con un valor medio del 42%. Este resultado es similar al obtenido en otros estudios anteriores (Bozzolan et al., 2003; Guthrie & Petty, 2000). El porcentaje medio de acciones en poder de consejeros y directivos es del 13%. La media porcentual respecto al número de *consejeros independientes en el CA* asciende al 40,7%. Un porcentaje aceptable teniendo en cuenta que el código de GC (CNMV, 2006, 2013, 2015) recomienda que como mínimo debe ser de, al menos, un tercio del total de consejeros. Igualmente, el *tamaño medio del CA* asciende a 15 miembros, recomendando el código de GC (CNMV, 2006, 2013, 2015) que éste no sea inferior a 5 ni superior a 15. Y, aunque se aconseja la *separación de funciones* en el cargo, sólo en el 25,2% de los casos se produce.

4.2 Análisis multivariante

La Tabla 5 muestra los resultados de los modelos de regresión. De la tercera a la décima columna se presentan los resultados de

las estimaciones POLS, EF, EA y EA robusto, respectivamente. En la columna 11 y 12 se refleja la estimación por Hausman-Taylor para ambos modelos.

Para nuestro primer modelo (columnas 3, 5, 7, 9 y 11 de la Tabla 5), la prueba de Breusch-Pagan ($\chi^2_{(01)} = 89,29$; p-valor = 0,000) confirma que la estimación de EA es más apropiada que el POLS. Además, la prueba F ($F_{(22, 86)} = 16,14$; p-valor = 0,000) muestra que la estimación por EF es, también, más apropiada que el POLS. Finalmente, la prueba de Hausman ($\chi^2_{(6)} = 5,42$; p-valor = 0,491) confirma que la estimación por EA es la más adecuada. Además, se ha estimado mediante errores estándar robustos por cluster de empresas (columna 9). De la misma manera, se ha probado el segundo modelo (columnas 4, 6, 8, 10 y 12) y los resultados de las distintas pruebas nos confirman que la estimación por EA es la mejor (Hausman: $\chi^2_{(7)} = 4,18$; p-valor = 0,759). La columna 12 muestra los resultados de la EA con errores robustos por cluster.

Tabla 5
Modelo de regresión estático de datos de panel

Variables	Predic. Signo	POLS	EF	EA	EA (Robusto cluster)	Hausman-Taylor (Robusto cluster)					
Control accionarial gestores	H1(+)	0,002 (0,001) (0,129)	0,002 (0,001) (0,199)	0,001 (0,002) (0,620)	0,001 (0,002) (0,623)	0,002 (0,002) (0,304)	0,002 (0,002) (0,339)	0,002** (0,001) (0,012)	0,002** (0,001) (0,022)	0,002* (0,001) (0,068)	0,002* (0,001) (0,062)
Independencia consejo	H2(-)	-0,002* (0,001) (0,091)	-0,002 (0,001) (0,201)	-0,002 (0,001) (0,145)	-0,002 (0,001) (0,161)	-0,001 (0,001) (0,299)	-0,001 (0,001) (0,374)	-0,001 (0,001) (0,124)	-0,001 (0,001) (0,203)	-0,002** (0,001) (0,030)	-0,002** (0,001) (0,035)
Separación funciones	H3(+)	0,084* (0,046) (0,071)	0,093** (0,047) (0,048)	0,112*** (0,040) (0,006)	0,112** (0,044) (0,013)	0,090** (0,037) (0,014)	0,105** (0,041) (0,010)	0,090** (0,039) (0,019)	0,105** (0,044) (0,018)	0,112*** (0,043) (0,009)	0,114** (0,048) (0,017)
Tamaño consejo	H4(+)	-0,021*** (0,006) (0,000)	-0,067 (0,042) (0,114)	0,008 (0,008) (0,324)	0,008 (0,049) (0,869)	-0,001 (0,007) (0,838)	-0,032 (0,042) (0,450)	-0,001 (0,004) (0,758)	-0,032 (0,032) (0,317)	0,008* (0,004) (0,077)	0,001 (0,029) (0,970)
Tamaño consejo ²			0,002 (0,001) (0,268)		0,000 (0,001) (0,995)		0,001 (0,001) (0,456)		0,001 (0,001) (0,317)		0,000 (0,001) (0,822)
Tamaño empresa		0,058*** (0,015) (0,000)	0,060*** (0,015) (0,000)	0,077** (0,031) (0,014)	0,077** (0,031) (0,015)	0,062*** (0,024) (0,009)	0,063 (0,024) (0,008)	0,062*** (0,022) (0,005)	0,063*** (0,022) (0,004)	0,074** (0,031) (0,019)	0,074** (0,031) (0,018)
Market to Book		0,007 (0,007) (0,308)	0,006 (0,007) (0,418)	0,007 (0,006) (0,260)	0,007 (0,006) (0,262)	0,007 (0,006) (0,243)	0,007 (0,006) (0,253)	0,007 (0,005) (0,146)	0,007 (0,005) (0,148)	0,008 (0,005) (0,101)	0,008* (0,005) (0,094)
Industria y Construcción		0,122** (0,061) (0,049)	0,146** (0,065) (0,026)	(omitida)	(omitida)	0,190 (0,132) (0,150)	0,195 (0,136) (0,152)	0,190 (0,128) (0,137)	0,195 (0,122) (0,110)	0,231* (0,138) (0,095)	0,231* (0,138) (0,094)
Petróleo y Energía		0,153*** (0,056) (0,007)	0,166*** (0,057) (0,004)	(omitida)	(omitida)	0,175 (0,122) (0,154)	0,180 (0,127) (0,156)	0,175 (0,151) (0,246)	0,180 (0,147) (0,220)	0,200 (0,164) (0,222)	0,200 (0,163) (0,220)
Servicios de Consumo		-0,038 (0,077) (0,624)	-0,025 (0,078) (0,749)	(omitida)	(omitida)	0,002 (0,173) (0,991)	0,004 (0,179) (0,983)	0,002 (0,130) (0,988)	0,004 (0,125) (0,975)	0,020 (0,141) (0,886)	0,020 (0,141) (0,887)
Bienes de Consumo		-0,096 (0,124) (0,442)	-0,091 (0,124) (0,463)	(omitida)	(omitida)	0,051 (0,252) (0,839)	0,033 (0,262) (0,899)	0,051 (0,157) (0,745)	0,033 (0,162) (0,838)	0,160 (0,164) (0,331)	0,153 (0,176) (0,383)
Tecnología y Telecomunicaciones		0,288*** (0,076) (0,000)	0,316*** (0,079) (0,000)	(omitida)	(omitida)	0,315* (0,171) (0,065)	0,331* (0,178) (0,063)	0,315** (0,131) (0,016)	0,331*** (0,125) (0,008)	0,354** (0,156) (0,023)	0,356** (0,154) (0,021)
Constante		-0,327 (0,275) (0,237)	-0,053 (0,368) (0,885)	-1,004* (0,519) (0,056)	-1,007 (0,657) (0,129)	-0,774* (0,447) (0,084)	-0,571 (0,542) (0,292)	-0,774* (0,440) (0,079)	-0,571 (0,442) (0,196)	-1,115* (0,579) (0,054)	-1,064** (0,519) (0,040)
Número de observaciones		115	115	115	115	115	115	115	115	115	115
R ²		0,328	0,3362	0,146	0,146	0,228	0,248	0,228	0,248		
Breusch-Pagan Lagrange		Modelo 1 $\chi^2_{(01)} = 89,29^{***}$ (p-valor = 0,000)					Modelo 2 $\chi^2_{(01)} = 92,26^{***}$ (p-valor = 0,000)				
Prueba F		$F_{(22, 80)} = 16,14^{***}$ (p-valor = 0,000)					$F_{(22, 85)} = 15,85^{***}$ (p-valor = 0,000)				
Prueba de Hausman		$\chi^2_{(6)} = 5,42$ (p-valor = 0,491)					$\chi^2_{(7)} = 4,18$ (p-valor = 0,759)				

Nota. Figuran entre paréntesis los errores estándares y debajo el p-valor. POLS: mínimos cuadrados ordinarios agrupados, EF: Efectos Fijos, EA: Efectos aleatorios

*** = Significativa para p<0,01; ** = Significativa para p<0,05; * = Significativa para p< 0,1

Los resultados para el modelo 1 (columna 9) confirman que para un nivel de significación del 5%, un mayor *Control accionarial de gestores* y *Separación de funciones* tienen una incidencia positiva en la revelación de CI ($\beta_1=0.002$, p-valor=0.011; $\beta_3=0.090$, p-valor=0.019, respectivamente). También resultaron significativas el tamaño de la empresa y el sector de tecnología y telecomunicaciones. Esos mismos resultados se pueden confirmar para la estimación del modelo 2 (ver columna 10). No ha resultado significativa la relación en forma de U para el tamaño del CA.

La eficiencia y robustez de nuestros modelos se confirma con la estimación de Hausman-Taylor, robusto por cluster de empresas, (columnas 11 y 12). Los resultados para el modelo 1 (columna 11) demuestran que un mayor *Control accionarial de gestores* mejora la revelación de CI, para un nivel de significación del 10% ($\beta_1=0.002$, p-valor=0.068). Se **confirma H1**, lo cual es consistente con el trabajo que Bukh et al. (2005) realizó en empresas de Dinamarca. La presencia de más consejeros independientes (*Independencia del CA*) está relacionada negativamente con la divulgación de CI, a un nivel del 5%. ($\beta_2=-0.002$, p-valor=0.030). Se **acepta H2** y se confirman los resultados obtenidos por Al-Moataz y Hussainey (2012), Barako et al. (2006), Eng y Mak (2003), Gul y Leung (2004) y Rodrigues et al. (2017). Para un nivel de significación del 1%, existe una relación positiva entre la *Separación de funciones* y la revelación de CI ($\beta_3=0.112$, p-valor=0.009). Este resultado corrobora los obtenidos en trabajos previos (Allegrini & Greco, 2013; Cerbioni & Parbonetti, 2007; Hidalgo et al., 2011; Li et al., 2008; Rodrigues et al., 2017). Se **corrobora H3**. El *Tamaño del CA* tiene una incidencia positiva y significativa, para un nivel del 10%, con la revelación de CI ($\beta_4=0.008$, p-valor=0.077); estos resultados se confirman también en los trabajos de Abeysekera (2010), Allegrini y Greco (2013) e Hidalgo et al. (2011). Se **acepta H4**. También resultan significativas a un nivel del 5% el *sector de Tecnología y Telecomunicaciones*, *sector intensivo en CI* y el *tamaño de la empresa* y (Bozzolan et al., 2003; Bukh et al., 2005; Rodrigues et al., 2017). No se ha encontrado relación entre la *ratio market*

to book y la divulgación de CI. Respecto al modelo 2 (columna 12), se obtienen los mismos resultados que para el modelo 1, con la excepción del *Tamaño del CA* que no resulta significativa la relación en forma de U con la divulgación CI.

5 Discusión y conclusiones

En este trabajo se analiza el GC como mecanismo que reduce las asimetrías de información y su influencia en la revelación de información de CI. En un contexto caracterizado por la reducida protección legal de los accionistas minoritarios, un mercado de capitales menos desarrollado que los anglosajones, un sistema de gobierno monista determinado por la relevancia del CA y el predominio por satisfacer los intereses de todos los *stakeholders*, el GC es un factor determinante para mejorar la rendición de cuentas y la transparencia en las empresas españolas. Para ello se seleccionan las empresas pertenecientes al Ibex35 para un periodo de 5 años y se emplea la metodología de datos de panel que logra captar la heterogeneidad no observable de las empresas de la muestra; en concreto, se utiliza el estimador de Hausman-Taylor para solventar el problema de endogeneidad de las variables relativas al GC.

Bajo los postulados de la teoría de la *agencia-stakeholders*, los resultados confirman que: a) el *control accionarial de los gestores* es un mecanismo que sirve para salvaguardar los intereses de los accionistas y del resto de *stakeholders*. La propiedad en manos de los gestores aporta un efecto positivo sobre la calidad y la elaboración de la información. Se revela información voluntaria relativa al CI con la finalidad de que los inversores (y otros *stakeholders*) conozcan el verdadero valor de la empresa, inviertan en ella y se incremente el valor de las acciones; b) la presencia de un mayor número de *consejeros independientes* en el CA ha resultado no ser un mecanismo efectivo de control, supervisión y asesoramiento para revelar más información sobre el CI (representan una media porcentual del 40,7%, valor superior a lo recomendado por el código de GC español). Se ha producido un efecto sustitución debido al fuerte poder que tienen los consejeros ejecutivos a través de la dualidad en el cargo de presidente del

CA y primer ejecutivo (un 74,8% de la muestra) que lleva a que participen poco en la política de divulgación de información y no puedan salvaguardar los intereses de todos los *stakeholders*. Esta situación de poder puede moderar el rol de los independientes al no garantizar que su nombramiento obedezca realmente a su independencia con la empresa, y a su formación y prestigio profesional. De hecho, puede suceder que no estén lo suficientemente formados en temas relativos con el CI y les genere cierto temor apoyar decisiones estratégicas relativas a su revelación; c) la *separación de poderes* es un mecanismo útil para salvaguardar los intereses de todas las partes que lleva a una mayor transparencia informativa, mejorándose la elaboración y publicación de información sobre el CI; d) un mayor *tamaño de los CA* tiene un efecto positivo en la revelación de CI, ya que se reúnan muchos más conocimientos y experiencia relativos a temas de CI por parte de sus miembros. El intercambio de conocimientos relativos al valor estratégico que tiene el CI deriva en una mayor motivación de los consejeros por participar en la toma de decisiones estratégicas relativas al suministro de CI. No existe relación en forma de U; es decir, no podemos confirmar que el tamaño del CA afecte negativamente a la divulgación de CI, pero hasta cierto punto, a partir del cual si añadimos un consejero más dicha relación sea positiva; y, e) las empresas de mayor *tamaño* y que pertenecen al *sector* de las tecnologías y comunicaciones son las que más información divulgan.

Con este estudio, contribuimos a la teoría de la *agencia-stakeholders* mediante la evidencia, desde un mercado no anglosajón (caracterizado por el fuerte poder de los ejecutivos y la baja protección de los accionistas minoritarios y resto de *stakeholders*), de que determinadas características de GC condicionan la revelación de CI. Estas características son un mecanismo necesario para el buen funcionamiento del mercado de capitales, reduciendo las asimetrías de información entre principal y agente. La utilización de datos de panel proporciona resultados más generalizables y robustos al tener en cuenta diferentes momentos temporales.

Nuestros resultados pueden ser útiles para: a) los reguladores contables en el desarrollo de

futuras recomendaciones y regulaciones relativas al CI; b) los organismos emisores de códigos de GC para modificaciones de los códigos existentes; c) las empresas a la hora de adoptar las recomendaciones de los códigos de GC; y d) otros países con la misma regulación contable relativa al CI y con sistemas de gobierno monista (sobre todo países de la Europa continental).

En términos de implicaciones prácticas, se recomienda que se revisen los códigos de GC con la finalidad de incorporar mecanismos de protección para los accionistas minoritarios y restos de *stakeholders*; especialmente lo que respecta a los consejeros independientes que deben ser profesionales altamente cualificados y formados en temas de CI.

Este estudio presenta una serie de limitaciones que podrían ser subsanadas en futuras investigaciones: a) la identificación de los *ítems* que integran el índice de CI se ha basado en el juicio subjetivo de los investigadores, apoyándose en la literatura previa, en directrices y recomendaciones de instituciones. Se emplea un índice no ponderado que asigna la misma importancia a cada uno de los *ítems*. Futuros estudios podrían ir encaminados a realizar entrevistas a los gestores de las empresas con la finalidad de conocer aquellos ítems que son más relevantes para su empresa; b) la información del CI se ha obtenido exclusivamente del informe anual. Trabajos posteriores podrían ir encaminados a utilizar otros medios de recopilación de datos como, páginas web, informes de analistas, notas de prensa, etc.; c) el tamaño de la muestra es reducido, se limita a estudiar las mismas empresas del Ibex35 a lo largo de los 5 años (datos balanceados). Futuras investigaciones tratarán de ampliar el tamaño muestral, incorporando aquellas empresas que han estado en el Ibex35 en alguno de los años (datos no balanceados), además, sería interesante trasladar esta investigación a las empresas no incluidas en el índice; d) el horizonte temporal y geográfico de la muestra. Se pretende, en un futuro, utilizar datos de los últimos años disponibles para estudiar la evolución histórica durante el periodo de crisis económica y ver el efecto que tiene ésta en la divulgación de información del CI y trasladarlo a otros mercados de capitales que puedan tener

similitudes culturales y legales (Latinoamérica, Portugal, Italia, etc.) para realizar un estudio comparado.

Referencias

- Abeyssekera, I. (2010). The influence of board size on intellectual capital disclosure by Kenyan listed firms. *Journal of Intellectual Capital*, 11(4), 504-518.
- Abeyssekera, I., & Guthrie, J. (2005). An empirical investigation of annual reporting trends of intellectual capital in Sri Lanka. *Critical Perspectives on Accounting*, 16(3), 151-163.
- Abhayawansa, S., & Guthrie, J. (2016). Does intellectual capital disclosure in analysts' reports vary by firm characteristics? *Advances in Accounting*, 35, 26-38.
- Acero Fraile, I. & Alcalde Fradejas, N. (2010). Los consejos de administración: Una instantánea del caso español. *Economía Industrial*, 378, 159-168.
- Alcaniz, L., Gomez-Bezars, F., & Ugarte, J. V. (2015). Firm characteristics and intellectual capital disclosure in IPO prospectuses. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 28(4), 461-483.
- Allegrini, M., & Greco, G. (2013). Corporate boards, audit committees and voluntary disclosure: Evidence from Italian listed companies. *Journal of Management & Governance*, 17(1), 187-216.
- Al-Moataz, E., & Hussainey, K. (2012). Determinants of corporate governance disclosure in Saudi companies. *Journal of Economics and Management*, 5(1), 52-84.
- An, Y., Davey, H., Eggleton, I. R., & Wang, Z. (2015). Intellectual capital disclosure and the information gap: Evidence from China. *Advances in Accounting*, 31(2), 179-187.
- Baltagi, B. (2014). *Econometric analysis of panel data*. London, England: Wiley.
- Barako, D. G., & Brown, A. M. (2008). Corporate social reporting and board representation: Evidence from the Kenyan banking sector. *Journal of Management and Governance*, 12(4), 309-324.
- Barako, D. G., Hancock, P., & Izan, H. (2006). Factors influencing voluntary corporate disclosure by Kenyan companies. *Corporate Governance: An International Review*, 14(2), 107-125.
- Beattie, V. (2005). Moving the financial accounting research front forward: The UK contribution. *British Accounting Review*, 37(1), 85-114.
- Beretta, S., & Bozzolan, S. (2008). Quality versus quantity: The case of forward-looking disclosure. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 23(3), 333-376.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting Review*, 72(3), 323-349.
- Bozzolan, S., Favotto, F., & Ricceri, F. (2003). Italian annual intellectual capital disclosure: An empirical analysis. *Journal of Intellectual Capital*, 4(4), 543-558.
- Briano Turrent, G. C. & Rodríguez-Ariza, L. (2013). Transparencia de la información corporativa en internet de las empresas del IBEX 35. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 16, 187-208.
- Briano Turrent, G. C., & Saavedra Garcia, M. L. (2015). The composition of the board and ownership structure as explanatory factors of transparency in corporate governance in Latin America: Evidence from listed companies in Argentina, Brazil, Chile and Mexico. *Estudios Gerenciales*, 31(136), 275-286.
- Brooking, A. (1997). *El capital intelectual: El principal activo de las empresas del tercer milenio*. Barcelona: Paidós Empresa.
- Bukh, P. N., Nielsen, C., Gormsen, P., & Mouritsen, J. (2005). Disclosure of

- information on intellectual capital in Danish IPO prospectuses. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 18(6), 713-732.
- Cerbioni, F., & Parbonetti, A. (2007). Exploring the effects of corporate governance on intellectual capital disclosure: An analysis of European biotechnology companies. *European Accounting Review*, 16(4), 791-826.
- Comisión Europea. (2006). *Reporting intellectual capital to augment research, development and innovation in SMEs: Report to the Commission of the High Level Expert Group on RICARDIS*. Luxemburgo: Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2006). *Informe del grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas*. Madrid: Ministerio de Economía y Hacienda.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2013). *Código unificado de buen gobierno de las empresas cotizadas*. Madrid: Ministerio de Economía y Hacienda.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2015). *Unified code of corporate governance: Informe del grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas*. Madrid: Ministerio de Economía y Hacienda.
- Danish Agency for Trade and Industry. (2000). *A guideline for intellectual capital statements: A key to knowledge management*. Copenhagen: Author.
- Danish Ministry of Science Technology and Innovation. (2003). *Intellectual capital statements: The new guideline*. Copenhagen: Author.
- Eng, L. L., & Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325-345.
- Fernández-Méndez, C., Arrondo-García, R., & Fernández-Rodríguez, E. (2011). Corporate governance and executive pay in the Spanish market. *The Spanish Review of Financial Economics*, 9(2), 55-68.
- Federal Ministry of Economics and Labour. (2004). *Intellectual capital statement: Made in Germany*. Germany: Author.
- García-Meca, E., Parra, I., Larrán, M., & Martínez, I. (2005). The explanatory factors of intellectual capital disclosure to financial analysts. *European Accounting Review*, 14(1), 63-94.
- García Osma, B., & Gill de Albornoz, B. (2007). The effect of the board composition and its monitoring committees on earnings management: Evidence from Spain. *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1413-1428.
- García-Sánchez, I. M., Cuadrado-Ballesteros, B., & Sepulveda, C. (2014). Does media pressure moderate CSR disclosures by external directors? *Management Decision*, 52(6), 1014-1045.
- García-Sánchez, I. M., Rodríguez Domínguez, L., & Gallego Álvarez, I. (2011). Corporate governance and strategic information on the internet: A study of Spanish listed companies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 24(4), 471-501.
- Ghazali, N., & Weetman, P. (2006). Perpetuating traditional influences: Voluntary disclosure in Malaysia following the economic crisis. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 15(2), 226-248.
- Gisbert Clemente, A., & Navallas Labat, B. (2009). Gobierno corporativo e información voluntaria en las compañías cotizadas españolas. *Estudios financieros. Revista de contabilidad y tributación: Comentarios, casos prácticos*, (311), 135-166.
- Goebel, V. (2015). Intellectual capital reporting in a mandatory management report: The case

- of Germany. *Journal of Intellectual Capital*, 16(4), 702-720.
- Gul, F. A., & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(5), 351-379.
- Guthrie, J., & Petty, R. (2000). Intellectual capital: Australian annual reporting practices. *Journal of Intellectual Capital*, 1(3), 241-251.
- Guthrie, J., Petty, R., Yongvanich, K., & Ricceri, F. (2004). Using content analysis as a research method to inquire into intellectual capital reporting. *Journal of Intellectual Capital*, 5(2), 282-293.
- Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2002). Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus*, 38(3), 317-349.
- Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucio, P. (2006). *Metodología de la Investigación*. México: McGraw-Hill Interamericana.
- Hidalgo, R. L., García-Meca, E., & Martínez, I. (2011). Corporate governance and intellectual capital disclosure. *Journal of Business Ethics*, 100(3), 483-495.
- Hill, C. W. L., & Jones, T. M. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131-154.
- Hsiao, C. (2003). *Analysis of panel data*. New York, NY: Cambridge University Press.
- Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. (2002). *Informe sobre la situación actual de la Contabilidad en España y líneas básicas para abordar su reforma*. Madrid: Autor.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Krippendorff, K. (1997). *Metodología de análisis de contenido: Teoría y práctica*. Barcelona: Paidós Comunicación.
- Ley 31/2014, de 3 de diciembre de 2014. Por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo. Recuperado de https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2014-12589
- Li, J., Pike, R., & Haniffa, R. (2008). Intellectual capital disclosure and corporate governance structure in UK firms. *Accounting and Business Research*, 38(2), 137-159.
- Lim, S., Matolcsy, Z., & Chow, D. (2007). The association between board composition and different types of voluntary disclosure. *European Accounting Review*, 16(3), 555-583.
- Macagnan, C. B. (2009). Voluntary disclosure of intangible resources and stock profitability. *Intangible Capital*, 5(1), 1-32.
- Marston, C. L., & Shrivies, P. J. (1991). The use of disclosure indices in accounting research: A review article. *British Accounting Review*, 23(3), 195-210.
- Meritum Project. (2002). *Guidelines for managing and reporting on intangibles*. España: Fundación Airtel-Vodafone.
- Ministry of Economy, Trade and Industry. (2005). *Guidelines for disclosure of intellectual assets based management*. Tokyo: Author.
- Monclús Guitart, R., Rodríguez Merayo, M. A., & Torres Coronas, T. (2006). *Información sobre intangibles en la nueva economía: Un estudio sobre las prácticas de las empresas españolas cotizadas*. Barcelona: ACCID.
- Monterrey Mayoral, J., & Sánchez-Segura, A. (2008). Gobierno corporativo y calidad de la información contable: Evidencia empírica española. *Revista de Contabilidad*, 11(1), 67-100.

- Nordic Industrial Fund. (2001). *Intellectual capital: Managing and reporting: A report from the Nordika project*. Oslo: NORDIKA.
- Oliveras, E., Gowthorpe, C., Kasperskaya, Y., & Perramon, J. (2008). Reporting intellectual capital in Spain. *Corporate Communications: An International Journal*, 13(2), 168-181.
- Ordoñez de Pablos, P. (2004). A guideline for building an intellectual capital statement: The 3R model. *International Journal of Learning and Intellectual Capital*, 1(1), 3-18.
- Prado Lorenzo, J. M., García Sanchez, I. M. & Gallego-Álvarez, I. (2009). Características del consejo de administración e información en materia de responsabilidad social corporativa. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 38(141), 107-135.
- Pucheta-Martínez, M. C. (2015). El papel del Consejo de Administración en la creación de valor en la empresa. *Revista de Contabilidad*, 18(2), 148-161.
- Pucheta-Martínez, M. C., & García-Meca, E. (2014). Institutional investors on boards and audit committees and their effects on financial reporting quality. *Corporate Governance: An International Review*, 22(4), 347-363.
- Ríos Berjillos, A. de los, Torres Jiménez, M., Tirado Valencia, P., & Carbonell Peralbo, A. (2009). Stakeholders, intangibles y generación de valor en las empresas del IBEX-35: Una estimación mediante modelos de panel. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 38(142), 239-263.
- Rodrigues, L. L., Tejedó-Romero, F., & Craig, R. (2017). Corporate governance and intellectual capital reporting in a period of financial crisis: Evidence from Portugal. *International Journal of Disclosure and Governance*, 14(1), 1-29.
- Rodríguez-Ariza, L., Frías-Aceituno, J. V. & García Rubio, R. (2014). El consejo de administración y las memorias de sostenibilidad. *Revista de Contabilidad*, 17(1), 5-16.
- Sveiby, K. E. (1997). *The new organizational wealth: Managing & measuring knowledge-based assets*. San Francisco: Berrett-Koehler Publishers.
- Tejedó-Romero, F. (2016). Información de los recursos intangibles ocultos: ¿memorias de sostenibilidad o informe anual? *European Research on Management and Business Economics*, 22(2), 101-109.
- Tejedó-Romero, F., & Alfaro-Cortés, E. (2014). Asociación entre las características empresariales y la divulgación sobre Capital Intelectual: Un estudio de las empresas del Ibex 35. *Estudios de Economía Aplicada*, 32(1), 371-398.
- Tejedó-Romero, F., & Araujo, J. F. (2016). Información del capital humano: La generación de intangibles y la responsabilidad social. *Cuadernos de Gestión*, 16(1), 125-144.
- Vergauwen, P. G. M. C., Bollen, L., & Oirbans, E. (2007). Intellectual capital disclosure and intangible value drivers: An empirical study. *Management Decision*, 45(7), 1163-1180.
- Whiting, R. H., & Miller, J. C. (2008). Voluntary disclosure of intellectual capital in New Zealand annual reports and the "hidden value". *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 12(1), 26-50.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. Cambridge: Massachusetts Institute of Technology Press.
- Yi, A., & Davey, H. (2010). Intellectual capital disclosure in Chinese (mainland) companies. *Journal of intellectual capital*, 11(3), 326-347.

Sobre los autores:

1. Francisca Tejedo-Romero, Ph.D en Economía Financiera y Contabilidad, Universidad de Castilla-La Mancha, España. E-mail: Francisca.Tejedo@uclm.es

2. Joaquim Filipe Ferraz Esteves Araujo, Ph.D en Administración Pública, Universidad de Exeter, Reino Unido. E-mail: jfilipe@eeg.uminho.pt

3. Magnus Luiz Emmendoerfer, Ph.D en Sociología y Política, Universidad Federal de Minas Gerais, Brasil. E-mail: magnus@ufv.br

Contribuição dos autores:

Contribuição	Francisca Tejedo-Romero	Joaquim Filipe Ferraz Esteves de Araújo	Magnus Luiz Emmendoerfer
1. Definição do problema de pesquisa	√	√	
2. Desenvolvimento das hipóteses ou questões de pesquisa (trabalhos empíricos)	√		
3. Desenvolvimento das proposições teóricas (ensaios teóricos)	√	√	
4. Fundamentação teórica/Revisão de Literatura	√	√	√
5. Definição dos procedimentos metodológicos	√	√	√
6. Coleta de Dados	√		
7. Análise Estatística	√		√
8. Análise e interpretação dos dados	√	√	√
9. Revisão crítica do manuscrito	√	√	
10. Redação do manuscrito	√	√	