

## **A CLAREZA DA INFORMAÇÃO NARRATIVA EM EMPRESAS COTADAS ESPAÑOLAS**

## **LA CLARIDAD DE LA INFORMACIÓN NARRATIVA EN LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS**

## **THE CLARITY OF NARRATIVE INFORMATION IN SPANISH LISTED FIRMS**

**Óscar Suárez Fernández**

Doutor em Dirección y Administración de Empresas pela Universidade de Santiago de  
Compostela (USC)

Professor da Universidade de Santiago de Compostela (USC)

Endereço: Avda. do Burgo, s/n. Campus Norte  
15782 Santiago de Compostela, España

Email: oscar.suarez@usc.es

### **RESUMO**

A compreensibilidade é uma característica fundamental para que a informação de carácter narrativo seja comunicada de maneira efetiva e assim resulte útil aos usuários. A ausência desta qualidade na informação pode derivar-se de que, na preparação da mensagem, escureçam-se de maneira deliberada as más notícias. O objetivo do presente trabalho é analisar a utilização da clareza, subrogado da compreensibilidade, como meio de alteração da neutralidade do relatório de direção das empresas cotadas espanholas. Para isso, realizou-se uma análise descritiva e multivariada de 316 relatórios, utilizando tanto métodos manuais como informatizados na elaboração de nossas variáveis dependentes. Os resultados do estudo indicam que é possível melhorar a legibilidade e compreensibilidade dos relatórios de gestão, e assinalam a possibilidade de que as empresas utilizam da ofuscação como técnica de manipulação da informação narrativa.

**Palavras-chave:** informação narrativa, ofuscação, legibilidade, clareza.

### **RESUMEN**

La comprensibilidad es una característica fundamental para que la información de carácter narrativo sea comunicada de manera efectiva y así resulte útil a los usuarios. La ausencia de esta cualidad en la información puede derivarse de que, en la preparación del mensaje, se oscurezcan de manera deliberada las malas noticias. El objetivo del presente trabajo es analizar la utilización de la claridad, subrogado de la comprensibilidad, como medio de alteración de la neutralidad del informe de dirección de las empresas cotizadas españolas. Para ello, hemos realizado un análisis descriptivo y multivariante de 316 informes, utilizando tanto métodos manuales como informatizados en la elaboración de nuestras variables dependientes. Los resultados del estudio nos indican es posible mejorar la legibilidad y comprensibilidad de los informes de gestión, y señalan la posibilidad de que las empresas utilicen la ofuscación como técnica de manipulación de la información narrativa.

**Palabras clave:** información narrativa, ofuscación, legibilidad, claridad.

## ABSTRACT

Understandability is a fundamental feature so that the information of narrative character is communicated effectively and thus it is useful to the users. The absence of this quality in the information can be derived from, in the preparation of the message, the bad news are darkened of deliberate way. The aim of this paper is to analyze the use of clarity, understandability surrogate, as a way of altering the neutrality of the Spanish listed companies director`s report. In order to do this, we have conducted a descriptive and multivariate analysis of 316 reports, using both manual and computerized methods to develop our dependent variables. The results of this study show that the director`s report can be made more readable and comprehensible to users, and point to the possibility that companies use obfuscation and manipulation technique narrative information.

**Keywords:** narrative information, obfuscation, readability, clarity.

## 1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años la información narrativa ha adquirido una creciente importancia en el proceso de comunicación de información relativa a la actuación de la empresa. De manera particular el informe de la dirección, en España denominado informe de gestión, es considerado un componente esencial del informe anual, ya que ofrece a los usuarios la oportunidad de conocer a la empresa a través de los ojos de la dirección y a ésta la posibilidad de ofrecer una información altamente valorada de una manera accesible incluso para los usuarios menos sofisticados, por lo tanto consideramos de interés su estudio.

La comprensibilidad de la información narrativa es una de las características más importantes para lograr la efectividad en la comunicación entre empresas y usuarios de la información. Si los datos no son comprendidos por el usuario de los estados financieros difícilmente serán utilizados o lo serán en forma incorrecta, por ello es importante el análisis de la comprensibilidad del texto.

La teoría de la agencia constituye un marco adecuado para encuadrar la presente investigación ya que, según la citada teoría, la actuación de los gestores no se deriva de la maximización del valor de la empresa, sino de la maximización de su propia función de utilidad a expensas de otros agentes económicos. Así, los directivos pueden actuar explotando las asimetrías informativas para engañar a los usuarios acerca de la situación financiera y de las perspectivas de la empresa (Merkl-Davies; Brennan; Mcleay, 2011).

La investigación que en el campo contable trata de la manipulación de la información narrativa se fundamenta en lo que en psicología se denomina gestión de la información narrativa o gestión de impresiones, que tiene su base en el trabajo de Goffman (1959). Este campo de investigación se preocupa del proceso por el cual los individuos intentan controlar la imagen que los demás tienen de ellos, modificando su imagen o su identidad para influir en las percepciones de otros de los que se espera alcanzar determinados beneficios.

El sesgo o falta de neutralidad es consecuencia del uso por parte de la dirección de la compañía de estrategias de manipulación de la información narrativa. Los sesgos pueden provenir del empleo de diversas estrategias, siendo una de ellas la manipulación de la comprensibilidad del texto, consistente en tratar de ocultar la información adversa o, por el contrario, resaltar aquellos aspectos más positivos de la actuación de los gestores.

Pero el término comprensibilidad está asociado además del estilo con que un texto es elaborado, con la capacidad del usuario para procesar la información, así un documento puede ser comprensible para un determinado sujeto pero no serlo para otro. Por consiguiente, en este trabajo utilizamos el término “claridad” para referirnos a la facilidad de lectura y de comprensión de un texto, es decir, a aspectos relacionados con el documento analizado y no

con el lector. Así, la claridad con que un texto es elaborado abarca tanto aspectos tipográficos y viso-espaciales que determinan la facilidad de lectura como aspectos lingüísticos, es decir, el léxico empleado o la longitud de párrafos, frases y palabras que determinan la facilidad que ofrecen los textos escritos para ser comprendidos sin esfuerzo. Por lo tanto, en la presente investigación tratamos de responder a la pregunta: ¿en la elaboración del texto, es manipulada su claridad con objeto de afectar al juicio de los usuarios del documento?

Nuestro trabajo contribuye a la literatura sobre la calidad de la información narrativa en diversos aspectos. Existiendo trabajos que estudian la comprensibilidad de la información incluida en el informe de la dirección, hasta dónde llega nuestro conocimiento, ninguno analiza específicamente un tipo de información tan significativo como aquella que se refiere a los resultados financieros de la compañía, objeto de estudio en el presente trabajo. Un factor que ha dado lugar a una prolija línea de investigación en relación con la comprensibilidad es la situación de la empresa. Estos trabajos surgen de la idea de que las mayores dificultades de lectura pueden ser el producto de una intención de la dirección de ocultar o de oscurecer deliberadamente la información negativa. Sin embargo, en esta línea de investigación, hasta dónde llega nuestro conocimiento, no existen trabajos que hayan elaborado una medida global de la comprensibilidad del texto, que englobe diversas características que faciliten su procesamiento por parte del lector, similar a la propuesta en nuestro trabajo.

La estructura del trabajo se distribuye de la siguiente manera: tras la introducción, el estudio dedica el siguiente apartado se pone de manifiesto la importancia de la claridad de la información narrativa. El tercer apartado engloba en diseño de la investigación: la selección de la muestra, la metodología empleada y la descripción de las variables, en el cuarto mostramos los resultados del análisis, comenzando con los descriptivos y siguiendo con los del análisis multivariante, terminando en el último capítulo con la exposición de las principales conclusiones.

## **2. LA IMPORTANCIA DE LA CLARIDAD DE LA INFORMACIÓN**

La importancia de la claridad de la información ha llevado a distintos organismos reguladores a mostrar su preocupación por la claridad en la presentación de la información narrativa. Así, por ejemplo, la International Organization of Securities Commissions (IOSCO, 2003), consciente de que los escándalos financieros que tuvieron lugar a finales de los años noventa estaban estrechamente relacionados con la falta de transparencia informativa empresarial, elaboró una guía para la preparación de la información narrativa. Entre los principios citados en ese informe se dice que la información debe ser clara, concisa, coherente y estar expresada en un lenguaje sencillo. Además, se aconseja que se destaque aquella información importante y que se presente en un formato que aumente la comprensibilidad.

También la Securities and Exchange Commission (SEC) estadounidense publicó en el año 1998 *The Plain English Rule*, un manual dirigido a las empresas que muestra técnicas para elaborar documentos más claros e informativos, con el objetivo de mejorar su legibilidad y la comprensibilidad a través del uso de elementos estilísticos y del lenguaje. El objetivo perseguido no era eliminar la información compleja para hacer el documento de más fácil lectura, sino presentarla de forma ordenada y clara para que los inversores puedan comprenderla.

También en el Reino Unido, el Financial Reporting Council (FRC, 2009) publicó el documento *Louder than Words* del año 2009, en el cual se cita en concreto la necesidad de utilizar un lenguaje llano, empleando únicamente términos técnicos bien definidos y una estructura ordenada que faciliten la lectura del informe.

Mucho antes de que los organismos reguladores mostraran una preocupación explícita

por la claridad de la información divulgada de las empresas, ésta ya era objeto de interés por parte de la investigación contable, preocupada por la posibilidad de que el lenguaje utilizado por la empresa en los informes impidiera la comunicación efectiva con los usuarios (PASHALIAN; CRISSY, 1950).

Recientemente, la evidencia empírica ha encontrado indicios de que la legibilidad afecta a los juicios de los inversores. Así, You y Zhang (2009) observan que la baja reacción del mercado a los informes es más severa cuando su complejidad –medida por la longitud– es mayor. También Lehavy, Li y Merkley (2011) señalan que aquellas informaciones menos legibles suponen un incremento en el esfuerzo que los analistas han de realizar para estudiar esa información, lo que comprueban a través de la constatación del tiempo empleado en la provisión de revisiones de pronósticos. Asimismo, estos autores evidencian que las compañías cuyos informes son menos legibles son seguidas por un mayor número de analistas, lo que sugiere que la menor legibilidad podría tener un impacto especial en los inversores de pequeño tamaño, quienes recurrirían a los servicios de los intermediarios de la información.

La idea de que los pequeños inversores se ven particularmente afectados por la legibilidad de la información es también confirmada por Miller (2010) y Loughran y McDonald (2010). Ambas investigaciones desarrollan medidas de facilidad de lectura de los informes utilizando las sugerencias de la guía elaborada por la SEC, comprobando la existencia de una relación entre dichas medidas y el volumen de actividad de los pequeños inversores, relación que será mayor cuanto más clara es la información.

### **3. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN**

#### **3.1. FORMULACIÓN DE HIPÓTESIS**

Los posibles efectos de la comprensibilidad en las decisiones de los usuarios dan pie a la posibilidad de que los gestores utilicen esa facilidad –o su defecto– para influir en las percepciones de los usuarios o, más concretamente, a que manipulen la claridad de la información utilizando el lenguaje y otras técnicas bien para suavizar la posible reacción negativa ante una situación financiera difícil o bien para enfatizar una buena actuación.

Numerosos trabajos han estudiado la relación entre los resultados obtenidos por la empresa y la divulgación de información voluntaria, siendo las conclusiones dispares. En algunos trabajos (AHMED; COURTIS, 1999) no se encuentra relación entre la rentabilidad y la divulgación, mientras que en otros estudios (SINGHVI; DESAI, 1971; LANG; LUNDHOLM, 1993) se señala una relación positiva entre ambas variables, es decir, se observa que existe una relación positiva entre la rentabilidad de la empresa y el grado de divulgación de la información.

La investigación previa ha señalado que el desempeño financiero actúa como factor determinante de elecciones efectuadas por la dirección que afectan a la claridad en materia informativa. Así, Beattie y Jones (1992) o Cassar (2001) indican que es más probable que las empresas con mejor desempeño financiero utilicen gráficos para representar la evolución de sus variables financieras. Clatworthy y Jones (2006) concluyen que las empresas con mayor desempeño financiero divulgan más información cuantitativa en su información narrativa, una información que, como justificamos en el capítulo anterior, es más fácil de procesar para el lector que la información cualitativa.

Específicamente en relación con la facilidad de lectura de los documentos, distintos estudios se han centrado en la asociación entre legibilidad y resultados financieros, señalando una relación positiva entre ambas variables (LI, 2008; MOFFITT; BURNS, 2009; CARNEIRO; SILVA, 2009; DEMPSEY ET AL., 2010; BAKAR; AMEER, 2011). Así,

basándonos en los mencionados trabajos empíricos, consideramos que la claridad de la información narrativa puede estar condicionada por el signo de los resultados obtenidos por la entidad en el ejercicio objeto de análisis, de forma que las empresas cuyos resultados experimenten un deterioro serán menos neutrales en la forma de presentar su información, pues intentarán oscurecerla. De acuerdo con lo señalado, formulamos la siguiente hipótesis:

- *H<sub>1</sub>: Existe una relación positiva entre el desempeño financiero y la claridad del informe de gestión.*

Tratando de profundizar en el estudio de la neutralidad a través de la forma en que se presenta la información, consideramos importante analizar el efecto del desempeño financiero en la parte del informe de gestión en la que es explicado. Para ello, examinamos los atributos del texto que facilitan su comprensibilidad en la información sobre los resultados financieros de la empresa y su asociación con el desempeño financiero de esta.

Al igual que para el informe de gestión en su conjunto, y dada la investigación previa, consideramos que un deterioro en el desempeño financiero de la empresa puede llevar a los gestores a tratar de oscurecer la comprensibilidad de las partes del documento en las que se expone ese desempeño. Esto nos permite enunciar la siguiente hipótesis:

- *H<sub>2</sub>: Existe una relación positiva entre el desempeño financiero y la claridad de la información sobre los resultados financieros.*

### **3.2. LA MUESTRA**

Con objeto de contrastar las hipótesis de estudio que se formulan en este trabajo de investigación, hemos seleccionado una muestra de empresas cotizadas en el Índice General de la Bolsa de Madrid durante tres años consecutivos.

Las empresas cotizadas en un mercado de valores no solo presentan una mayor preocupación por la divulgación de información que va más allá de las exigencias recogidas en la legislación mercantil, sino que también tienen mayores incentivos para gestionar su imagen a través de la información que divulgan, tal y como afirma Aerts (2005).

Con la decisión de abarcar con nuestro análisis la información publicada por las empresas cotizadas durante tres ejercicios consecutivos pretendemos estudiar la existencia de un efecto temporal en aquella. En el período objeto de estudio, que comprende los ejercicios económicos 2007, 2008 y 2009, se produjo un profundo cambio en la situación económica general en España, pasando de una bonanza económica a una profunda crisis (la variación interanual del Producto Interior Bruto (PIB) fue de un 3,5% en el año 2007, de un 0,9 en el 2008, y de un -3,7% en el 2009). Este importante cambio tuvo –y tiene– repercusiones en la situación económica de las empresas analizadas y, posiblemente, también en su política de divulgación.

Así, la población objeto de estudio está constituida por todos los grupos empresariales que forman parte del Índice General de la Bolsa de Madrid durante alguno de los ejercicios económicos 2007, 2008 o 2009 que elaboran cuentas anuales consolidadas e informe de gestión consolidado, excluyendo entidades financieras, de seguros y de inversión, ya que estas entidades tienen una legislación específica por lo que respecta a los requerimientos informativos. Así, la muestra final está formada por un total de 316 grupos de empresas cotizados, que representan prácticamente un 80% de la población.

### **3.3. METODOLOGÍA**

Una parte del análisis que hemos realizado se ha llevado a cabo de forma manual y otra parte utilizando programas informáticos debido a la imposibilidad de realizar el recuento manualmente tanto por las características de los datos que se debían recontar como para dotar al análisis de una mayor fiabilidad.

Para el análisis informático hemos tenido que adaptar los documentos como se describe a continuación. Los informes de gestión fueron descargados a través de la página del regulador del mercado de capitales español, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), en formato PDF, siendo después transformados a formato Word a través del programa informático ABBY PDF Transformer 2.0. A continuación, se depuraron los documentos, eliminando títulos, encabezados, subencabezados, tablas, gráficos, notas al pie y frases introductorias cuando no proporcionaban más información. También se han eliminado las abreviaturas (etc., Dña.) y las siglas (S.A., S.L.) por no corresponderse su lectura con su escritura, ya que podría distorsionar la medida de legibilidad empleada.

Los diferentes recuentos de sílabas, palabras –sin tener en cuenta los números– y frases se obtuvieron mediante el programa informático Inflesz 1.0. Por otro lado, el conteo de las palabras –incluyendo los números– se ha realizado mediante la utilización de Wordperfect X5. Se garantiza, de este modo, un grado de objetividad muy superior al que se habría obtenido con un recuento manual.

En el estudio de la claridad, hemos analizado separadamente la correspondiente al informe de gestión en su conjunto y, debido tanto a la importancia que por lo general tiene esta información sobre el volumen total como a su trascendencia, la relativa a los párrafos del informe en los que la dirección transmite información su desempeño financiero. El análisis de contenido manual ha sido la metodología utilizada en la identificación de esta información.

Asimismo, mediante esa metodología se han codificado, por una parte, distintos elementos de contenido visual: las tablas, los gráficos y el formato de texto –negrilla, subrayado– y, por otra parte, aquellos elementos de organización del texto en su conjunto: el nivel de desagregación de los encabezados y los índices de contenidos del documento.

Para limitar la subjetividad del proceso de codificación manual en el proceso se ha utilizado un protocolo de codificación, esto es, se han elaborado una serie de criterios para tratar de sistematizar la codificación. Además, al tener en cuenta la subjetividad, se ha considerado importante medir la fiabilidad del análisis, comprobando si los resultados del proceso de codificación se repiten en caso de ser realizados por otro observador distinto, indicando los resultados alcanzados un nivel de acuerdo superior a un 80%, que es un nivel muy elevado, lo que indica por lo tanto una fiabilidad casi perfecta.

### **3.4. LAS MEDIDAS DE LA CLARIDAD DE LA INFORMACIÓN**

#### **3.4.1. LEGIBILIDAD**

Aunque la medición de la claridad en la investigación contable se ha realizado empleando diferentes técnicas, las más utilizadas son aquellas que se basan en el estudio de la legibilidad de los informes, característica que es considerada un subrogado de la comprensibilidad.

La comprensibilidad de un texto está estrechamente relacionada con la capacidad de la memoria inmediata del lector. Cuando se lee un texto, la memoria inmediata retiene durante unos segundos cierto número de palabras con un significado global, enviando esa información a la memoria a medio y a largo plazo, y enseguida la memoria inmediata borra esa

información, para comenzar el proceso otra vez. De esta forma, los recuerdos que acumula la memoria inmediata se deterioran rápida y constantemente, pudiendo llegar a perder todo el contenido en un tiempo de entre diez y veinte segundos (COROMINA, 1994). Estas consideraciones han hecho que ya desde el trabajo de Sherman (1893), la gran mayoría de los estudios sobre la materia se apoyen en fórmulas basadas en atributos del texto, fundamentalmente en la longitud de las palabras y de las frases.

Por lo tanto, una primera medida de claridad empleada es la calculada mediante una fórmula de legibilidad. Existen múltiples fórmulas para el cálculo de la legibilidad de un documento: Flesch, Fog, Smog, Lix Kwolek. El índice Flesch es la fórmula más utilizada en la investigación sobre legibilidad. En este estudio se ha utilizado una variante de este índice: la adaptación al castellano realizada por Fialho, Fuertes y Pascual (2002) del índice Flesch.

El índice Flesch adaptado por Fialho, Fuertes y Pascual (2002) parte las conclusiones del trabajo de Schoeder y Gibson (1990), quienes utilizan ese índice en su estudio sobre la legibilidad de informes de gestión, cartas al presidente y memorias. Fialho, Fuertes y Pascual (2002), al realizar la traducción de ese índice, tienen en cuenta las diferencias sintácticas entre el idioma inglés –en el que se basa la confección de dicho índice– y el español. Su validez ha sido puesta de manifiesto por Casasola (2007).

Como se muestra a continuación(1), el índice se apoya en la longitud de las sílabas y de las frases del texto analizado. La fórmula se basa en que la complejidad sintáctica va asociada a una cierta complejidad cognitiva. Se supone que poner en relación un mayor número de elementos implica una dificultad mayor y, por consiguiente, una operación mental más elaborada (SALVADOR, 1985). Las frases largas indican que incluyen varias proposiciones, convirtiéndose en oraciones compuestas o complejas.

$$206.835 - \left( 0,688 \times \frac{\text{Sílabas}}{\text{Palabra}} \right) - \left( 0,5976 \times \frac{\text{Palabra}}{\text{Frase}} \right) \quad (1)$$

En la tabla 1 se muestran los estadísticos descriptivos de los índices de legibilidad tanto del informe de gestión en su conjunto como de la información relativa a los resultados. Así, observamos que en el caso del informe de gestión el índice alcanza un valor de 37,12, estando en el rango 30-50, según la clasificación propuesta por Flesch (1948) (tabla 2). Esto indica que los informes de gestión son difíciles de leer, siendo necesaria una formación académica elevada para su lectura. Ya la literatura previa había concluido que la información empresarial analizada es compleja, correspondiendo a un estilo de redacción académico que los lectores menos avezados encuentran difícil o muy difícil de leer.

**Tabla 1.-** El índice de legibilidad

Información	Media	Desv. típica	Mínimo	Máximo
Informe de gestión	37,12	3,74	25,64	50,95
Información sobre resultados financieros	42,97	8,11	7,41	95,67

FUENTE: Elaboración propi (2013)

**Tabla 2.-** Clasificación de la legibilidad

Escala	Nivel de formación	Tipo de publicación	Nivel de dificultad	Nº empr.	%
0-30	Posgraduado	Científica	Muy difícil	8	2,5
30-50	Licenciatura	Académica	Difícil	307	97,0
50-60	Diplomatura	Manual de enseñanza	Dificultad media	1	0,5

60-70	Bachillerato	Información	Normal	0	
70-80	Graduado escolar	Aventuras	Facilidad media	0	
80-90	5º Educac. Básica	Revistas	Fácil	0	
90-100	1º Educac. Básica	Cómics	Muy fácil	0	
Total				316	100,0

FUENTE: Elaboración propia (2013)

El resultado obtenido está en línea con los alcanzados por trabajos que estudian la legibilidad en otros entornos como, por ejemplo, los trabajos sobre los Management Discussion & Analysis de Schroeder y Gibson (1990) y Li (2008); el de Rutherford (2003) sobre los Operating Financial Review británicos; o el que estudia los informes de gestión de empresas brasileñas realizado por Carneiro y Silva (2009). En el contexto español, la investigación de Góez (2003) sobre los informes de gestión de empresas turísticas concluye que estos informes son de muy difícil lectura; el trabajo de Pascual (2006) sobre los informes de gestión también determina que este tipo de informes son difíciles o muy difíciles de leer.

La investigación sobre la materia ha demostrado que la memoria inmediata de un lector medio retiene una media de entre quince y veinte palabras, dependiendo de la importancia del tema objeto de lectura. El número de palabras por frase es de 31,79, que indica un elevado grado de dificultad de lectura de los informes, si tenemos en cuenta lo anteriormente señalado con respecto a la capacidad retentiva de la memoria inmediata.

En la tabla 2 observamos que apenas hay variabilidad en la distribución de los informes a lo largo de los rangos de legibilidad. La práctica totalidad de los 316 informes analizados son de difícil lectura. En concreto, 307 informes (97%) son difíciles de leer; 8 informes (2,5%) son de muy difícil lectura; y solo uno presenta una dificultad media, aunque por el valor alcanzado (50,95), también podría ser considerado como de lectura difícil.

En relación con la información sobre resultados, su índice de legibilidad, alcanza un valor medio de un 42,97. El nivel de legibilidad, aun perteneciendo al rango *difícil*, al igual que el informe de gestión (37,12), se sitúa en la parte superior del rango 30-50, es decir, lo consideraríamos de más sencilla lectura. La explicación de esta diferencia radica en el hecho de que en este tipo de información se utilizan palabras más cortas que en el conjunto del informe (2,10 *versus* 2,19) debido, posiblemente, como veremos en detalle en el apartado siguiente, en este tipo de información la intensidad numérica es mucho mayor que en el informe, y la información numérica va acompañada de preposiciones –a, de, desde, entre otras–, cuya longitud es muy corta.

### 3.4.2. OTROS ELEMENTOS DE LA CLARIDAD

La utilización de las fórmulas de legibilidad como medida de la facilidad de lectura de los textos tiene ventajas e inconvenientes. Las ventajas se centran en la objetividad, la facilidad de cálculo y de interpretación de sus resultados. Las críticas se refieren al hecho de que no recogen determinadas características de los documentos que facilitan su comprensión como, por ejemplo, la utilización de determinado formato, tablas, gráficos, fotografías, etcétera (COURTIS, 1998).

En consecuencia, aunque las fórmulas de legibilidad son el método más utilizado para medir los atributos del texto que incrementan su comprensibilidad, debe tenerse en cuenta que esta cualidad de la información se ve afectada por otros elementos del documento. Así, los elementos de apoyo visual como las tablas y los gráficos ayudan a procesar la información mejor que el texto, y afectan de manera positiva a la comprensión del documento (PETERSON, 1983). Distintos organismos reguladores (SEC, 1998; INTERNATIONAL

ACCOUNTING STANDARDS BOARD, 2006) recomiendan la inclusión de tablas y gráficos como medio para aumentar la comprensibilidad de los documentos. La mejora de la comprensibilidad a través de la utilización de índices y encabezados es recogida en el informe elaborado por PriceWaterhouseCoopers (2008).

Algún reciente estudio incorpora esta idea, añadiendo a la legibilidad otros atributos en la medida de la claridad de la información. En esta línea, Van Beest, Braam y Boelens (2009) realizaron un completo estudio sobre la comprensibilidad sobre una muestra de doscientos treinta y un informes anuales de empresas estadounidenses, británicas y alemanas, en el que midieron el atributo de comprensibilidad de la información narrativa a través de cinco ítems que mejoran la transparencia y claridad del documento: la organización del texto, las explicaciones, el empleo de tablas y gráficos, la legibilidad y la inclusión de un glosario de términos.

Por lo tanto, como indicadores adicionales de la claridad hemos considerado la inclusión de gráficos y tablas en el informe de gestión. Comprobamos, además, si el documento cuenta con un índice de contenidos que permita localizar información en el texto, y codificamos su existencia. Asimismo, valoramos el nivel de desagregación de los encabezados, pues ayudan a organizar mejor la información. También codificamos la utilización de algún tipo de formato en el texto (negrilla, subrayados) que lo hagan más claro.

Por último, también tenemos en cuenta la intensidad numérica del documento como factor que facilita su comprensibilidad, ya que la información “blanda” es más difícil de procesar que la información “dura” (DEMERS; VEGA, 2008). A este respecto, en el test elaborado por Flesch (1958) para medir el nivel de abstracción de un texto –es decir, lo que hace más difícil su interpretación– las cantidades expresadas en números se consideraban igual que palabras que hacen que “el texto sea más claro debido a que facilitan al lector la atención y la recepción ordenada de ideas” (SZIGRISZT, 1993, p. 157). Al igual que en los trabajos de Henry (2006, 2008) sobre los comunicados de prensa, medimos la intensidad numérica como el porcentaje que representan los números sobre el total de palabras del documento. En la tabla 3 se presentan los estadísticos descriptivos de los distintos elementos de claridad de la información que han sido codificados en el informe de gestión.

La tabla 3 nos muestra que el uso de las tablas es el elemento visual más utilizado de los analizados, con una media de más de siete tablas por informe. Un 88,3% de las empresas analizadas incluye alguna tabla en su informe, proporción superior al 71% de las empresas británicas que, según el estudio de Beattie y Jones (2008), incorporan alguna tabla en su OFR en el ejercicio 2004. La variabilidad es muy alta por lo que respecta a su utilización, pues hay informes de empresas que no incluyen ninguna tabla, como el de Códere (2007), y otros que utilizan un elevado número de ellas como, por ejemplo, en el informe de Ferrovial (2008), que cuenta con ochenta tablas.

**Tabla 3.-** Elementos de claridad de la información

Variable	Media	Desv. típica	Mínimo	Máximo
Índice	0,08	0,26	0	1
Nivel de encabezado	2,51	1,04	0	5
Formato	0,41	0,453	0	1
Nº de tablas	7,11	10,31	0	80
Nº de gráficos	1,78	4,71	0	42
Intensidad numérica (%)	3,55	1,23	1,20	8,08

FUENTE: Elaboración propia (2013)

La utilización de los gráficos es mucho menor que el empleo de las tablas, pues la media es de 1,78 gráficos por informe. Un 31% de las empresas utilizan algún gráfico, que es un porcentaje inferior al 38% de las empresas británicas en sus OFR para el año 2004 (BEATTIE; JONES, 2008).

Con respecto al resto de los elementos de organización del texto y visuales, el nivel máximo de desagregación de encabezados es de cinco. Un escaso 7,6% de los informes utilizan un índice de contenidos en sus informes, y un 41% de los documentos emplean algún formato de énfasis en su texto.

Por lo que respecta a la intensidad numérica, en el informe de gestión se utilizan un 3,55% de números, variando desde más de un 8% del informe de Códere para el ejercicio 2009 hasta un 1,2% del documento de Ebro Puleva para el ejercicio 2007.

La intensidad numérica puede considerarse baja si la relacionamos con la encontrada en los comunicados de prensa analizados por Henry (2006), donde supone un 13,8%, aunque esta diferencia venga dada, posiblemente, por la naturaleza de los documentos. Los comunicados de prensa analizados por Henry, cuyo objetivo es comunicar resultados, contienen fundamentalmente información financiera; sin embargo, la información comunicada en los informes de gestión es mucho más amplia, tratando temas cuya información es de muy difícil cuantificación, al igual que sucede con la información sobre riesgos e incertidumbres, o sobre objetivos y estrategias.

En relación con la información que trata sobre los resultados financieros de la compañía se han analizado la utilización de tablas y gráficos que muestren información sobre resultados financieros, la utilización de formato y la intensidad numérica, sus estadísticos descriptivos se incluyen en la tabla 4.

**Tabla 4.-** Elementos de claridad en la información sobre resultados

Variable	Media	Desv. típica	Mínimo	Máximo
Formato	0,16	0,37	0	1
Nº de tablas	3,16	6,90	0	61
Nº de gráficos	0,89	2,44	0	20
Intensidad numérica (%)	7,17	2,85	0	20

FUENTE: Elaboración propia (2013)

Podemos observar que el porcentaje de números en la información sobre resultados financieros, que es de un 7,17%, es muy superior a la media del informe (3,55%). Esto se corresponde con el objeto explicativo de este tipo de información, aunque está lejos del 13,7% de la intensidad numérica detectada por Henry (2006) en los comunicados de prensa sobre los resultados de las empresas. Esta diferencia podría explicarse por la finalidad de ambos documentos, ya que el objeto de los comunicados de prensa es comunicar específicamente los resultados de la empresa, no entrando en el detalle de su explicación, siendo esta una de las finalidades principales del informe de gestión, por lo que utilizan más información cualitativa.

### 3.5. LAS VARIABLES DEPENDIENTES

En el análisis multivariante, hemos empleado dos variables dependientes para medir la claridad de la información narrativa, además de la fórmula de legibilidad descrita en el apartado anterior, utilizamos una medida que trate de sintetizar el nivel de claridad del documento. Así, y basándonos estudios sobre la materia (VAN BEEST; BRAAM; BOELEN 2009; LOUGHRAN; MCDONALD, 2010; BABÍO; SUÁREZ, 2010), hemos elaborado una medida global de claridad, que llamaremos índice de claridad, y que se fundamenta en las características del texto descritas en el punto anterior.

Las variables continuas intensidad numérica, tablas y gráficos por palabras e índice de legibilidad se han ordenado en función de su percentil, y según este valor se le ha asignado una valoración. Este índice toma valores comprendidos entre 0 y 10, y se basa en los siguientes atributos del documento y con las siguientes ponderaciones

- Índices de contenido: su existencia se pondera con un 10% del valor del índice.
- Encabezados y subencabezados: suponen hasta un 10% del valor del índice en función del percentil en que esté situado el nivel de desagregación del encabezado.
- Formato: su utilización representa un 10% del valor del índice.
- Intensidad numérica: se estima en hasta un 10% del valor del índice en función del percentil en que esté situada la intensidad numérica de cada informe.
- Tablas y gráficos por palabra: se valoran en función del percentil en que estén situados, pudiendo tomar un valor de hasta un 30% del valor del índice.
- Fórmula de legibilidad: se le puede asignar hasta un 30% del valor del índice, según el percentil en que esté situado su índice Flesch-Fialho.

En relación con la información sobre resultados financieros y al igual que con el informe de gestión en su conjunto, medimos su claridad a través de la fórmula de legibilidad Flesch-Fialho y de la elaboración de un índice de claridad que comprende los valores de la fórmula de legibilidad Flesch-Fialho, la intensidad numérica y el número de gráficos y tablas que incluyen información sobre resultados financieros por cada 1.000 palabras dedicadas a este tipo de información.

No se valoran algunos de los atributos del documento utilizados en la confección del índice de comprensibilidad del informe. Así, el índice de contenidos solo tiene sentido para el documento en su conjunto; el nivel de desagregación de encabezados no se tiene en cuenta, ya que este tipo de información está muy dispersa a lo largo del informe.

El índice toma valores comprendidos entre 0 y 10, basándose en los siguientes atributos del texto y con las siguientes ponderaciones:

- Formato: su utilización supone un 10% del valor del índice.
- Intensidad numérica: representa hasta un 10% del valor del índice, en función del percentil en que esté situado.
- Tablas y gráficos: como su número depende de la cantidad de información, lo dividimos entre el número de palabras dedicadas en el informe a este tipo de información. En función del percentil en que esté situado, puede tomar un valor de hasta un 40% del valor del índice.
- Fórmula de legibilidad: puede tomar valores de hasta un 40% del valor del índice, de acuerdo con el percentil en que esté situada la ya citada fórmula de Flesch-Fialho.

En la tabla 5 resumimos la composición de los índices y la medida de las variables que forman parte de aquellos, mostrando en la tabla 6 los estadísticos descriptivos de los índices de claridad elaborados.

**Tabla 5.-** Medida de las variables que forman los índices de claridad

Índice		Variable	Medida
Informe	Resultados		
X	X	Legibilidad	$206.835 - \left( 0,688 \times \frac{\text{Sílabas}}{\text{Palabra}} \right) - \left( 0,5976 \times \frac{\text{Palabra}}{\text{Frase}} \right)$

X	X	Gráficos y tablas	$\frac{\text{N}^\circ \text{ de tablas y gráficos}}{\text{N}^\circ \text{ total de palabras}}$
X	X	Intensidad numérica	$\frac{\text{N}^\circ \text{ de cifras}}{\text{N}^\circ \text{ total de palabras}} \times 100$
X	X	Formato	Si existe formato en el texto*, toma el valor 1, y el valor 0 en caso contrario
X		Índice de contenidos	Existencia de índice de contenido
X		Encabezados	Nivel de desagregación de encabezados

\*Se codificó la utilización de negrilla y subrayado en el texto, no en los encabezados.

FUENTE: Elaboración propia (2013)

En la tabla 6 podemos observar que los índices de claridad del informe y de la información sobre resultados son muy similares, alcanzando ambos valores ligeramente superiores a cuatro sobre un total de diez, siendo mayor la variabilidad en la información que trata sobre los resultados de la empresa.

**Tabla 6.-** Estadísticos descriptivos de los índices de claridad

Información analizada	Media	Desv. tít.	Mínimo	Máximo
Informe de gestión	4,244	1,709	0	8,735
Información sobre resultados financieros	4,021	1,985	0	9,046

FUENTE: Elaboración propia (2013)

### 3.6. LAS VARIABLES INDEPENDIENTES Y DE CONTROL

#### 3.6.1. LAS VARIABLES INDEPENDIENTES

##### ◆ Desempeño financiero

En nuestro trabajo, hemos considerado cinco variables financieras clave que miden la marcha del negocio. Asignamos un punto por una variación positiva en cada uno de los siguientes indicadores: importe neto de la cifra de negocios, EBITDA, beneficio neto, rentabilidad financiera y flujo de tesorería de explotación.

La medida toma valores comprendidos entre 0 y 5, de forma que una empresa que presente variaciones de incremento en sus cinco variables tomará el valor 5 y, por el contrario, si se vieron disminuidos sus cinco resultados nuestro indicador de desempeño tomará el valor 0. Creemos que con esta medida es posible diferenciar mucho mejor el nivel de desempeño financiero de las empresas.

Los datos para el cálculo han sido tomados de las cuentas anuales consolidadas de las empresas, que están depositadas en la CNMV.

##### ◆ Entorno

Una vez implementando el análisis con datos de panel, cuando se realice el test de redundancia y se concluya que existe efecto temporal, en la regresión utilizaremos las variables *dummy año\_2008* y *año\_2009* para explicitar el efecto temporal en la divulgación de la información.

#### 3.6.2. LAS VARIABLES DE CONTROL

Con objeto de asegurar que la existencia de cualquier relación entre las variables dependientes e independientes no se debe a la influencia de otras variables, incluimos una

serie de variables de control en nuestros modelos de regresión, que ya han sido utilizadas como factores determinantes en la investigación previa sobre la materia.

#### ◆ Tamaño

El tamaño de la empresa ha sido utilizado en múltiples estudios como variable de control para explicar las diferencias en la política de divulgación de la información.

En relación con la claridad de la información, trabajos como los de Merkl-Davis (2007) o Li (2008) consideran que las empresas de mayor tamaño son más complejas y que, por lo tanto, elaborarán información de más difícil lectura. El signo contrario de la relación podría ser justificado sobre la base de que los recursos con los que cuenta la gran empresa son superiores, por lo que podría elaborar información de mayor calidad (COURTIS, 1995).

Por otro lado, en las empresas de mayor tamaño, que están sujetas a un mayor nivel de escrutinio, la credibilidad es particularmente importante (AERTS, 2001). En consecuencia, prestarán un especial cuidado en asegurar la verosimilitud de la información, lo que las llevará a informar tanto de las buenas como de las malas noticias, ofreciendo explicaciones más neutrales.

Medimos esta variable como el logaritmo neperiano del total del activo a final del ejercicio.

#### ◆ Crecimiento

Las empresas con un elevado potencial de crecimiento desarrollan negocios más complejos, siendo lógico, por lo tanto, que elaboren información menos legible (PASCUAL, 2006; LI, 2008).

Por otro lado, estas empresas tienen una mayor incertidumbre sobre su futuro, por lo que el tono de su información será menos optimista (LI, 2010).

Medimos esta variable como el valor de mercado de las acciones al final del ejercicio entre el patrimonio neto en esa misma fecha.

#### ◆ Riesgo

Las empresas más endeudadas elaboran información más compleja al informar sobre los contratos de deuda a los que están sujetos (ANDERSON; DURU; REEB, 2009).

La investigación de Aerts (2005) destaca el papel del endeudamiento como indicador principal del riesgo financiero, señalando que las empresas con mayor endeudamiento tienden a utilizar más atribuciones egoístas.

Medimos el riesgo financiero mediante la ratio de endeudamiento, entendida como la deuda entre el patrimonio neto al final de ejercicio.

Los cálculos de las tres variables anteriores se basan en los datos extraídos de las cuentas anuales consolidadas de las empresas, extraídos de la página web de la CNMV.

A continuación mostramos los estadísticos descriptivos de las variables independientes y de control que forman parte del análisis multivariante (tabla 7).

**Tabla 7.-** Estadísticos descriptivos de las variables independientes y de control

Variables independientes y de control	Media	Desv. típ.	Mínimo	Máximo
Desempeño actual	2,598	1,726	0	5
Tamaño	21,002	1,821	17,380	25,407
Potencial crecimiento	2,741	3,943	-3,906	35,764
Riesgo financiero	3,249	6,090	-10,520	64,158

FUENTE: Elaboración propia (2013)

Con objeto de detectar problemas de multicolinealidad entre las variables independientes y de control, hemos calculado el índice de tolerancia y el factor de inflación de la varianza (FIV). Comprobamos que el índice de tolerancia es en todos los casos superior a 0,10 y el FIV inferior a 10, por lo que descartamos problemas de multicolinealidad (MYERS, 1990).

Para verificar las hipótesis relativas a la claridad del informe de gestión y de la información sobre los resultados financieros hemos formulado un modelo de regresión de mínimos cuadrados ordinarios siguiendo la metodología de datos de panel:

$$Y_{it} = \eta + \beta_1 \cdot Desemp\ financ_{it} + \beta_2 \cdot Tamaño_{it} + \beta_3 \cdot Crecimiento_{it} + \beta_4 \cdot Riesgo_{it} + \alpha_i + \emptyset_t + \varepsilon_{it}$$

donde la variable dependiente  $Y_{it}$  son los resultados de la aplicación de las fórmulas de legibilidad y de los índices de claridad elaborados;  $\alpha_i$  son los efectos no observables que varían entre las empresas, pero no en el tiempo;  $\emptyset_t$  son los efectos no observables que varían en el tiempo, pero no entre los individuos; y  $\varepsilon_{it}$  es el término de error, que representa el efecto de todas las demás variables que varían entre empresas y a través del tiempo.

#### 4. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

##### 4.1. EL INFORME DE GESTIÓN

El primer paso para analizar la claridad del informe de gestión fue comprobar si existen efectos individuales entre las empresas realizamos el test de redundancia que consiste en dos tests: uno utiliza la suma de los cuadrados (F-test) y otro la función de probabilidad (Chi-square test). El test anterior nos lleva a concluir que existe heterogeneidad, comprobamos si esta es fija o aleatoria. La prueba de Hausman nos indica que el modelo es de efectos aleatorios, esto es, los efectos no son independientes entre sí, sino que están distribuidos aleatoriamente en torno a un valor, y se realiza la estimación en niveles por mínimos cuadrados generalizados.

En la tabla 8 presentamos los resultados del análisis del índice de claridad (regresión 1) y los del índice de legibilidad (regresión 2). En relación con éste último índice, y de acuerdo con las conclusiones de trabajos como los de Courtis (1986, 1995) y Rutherford (2003), no encontramos relación entre la legibilidad del texto y el desempeño financiero de la compañía, es decir, los gestores no tratan de oscurecer las malas noticias través del empleo de palabras y frases más extensas que los gestores que comunican buenas noticias.

Además, coincidiendo con otros trabajos en los que se aborda este tema, entre los que podemos citar los de Baker y Kare (1992), Courtis (1995) o Bakar y Ameer (2011), observamos que las empresas de mayor tamaño elaboran información más fácil de leer. Esto puede ser debido, como apunta Courtis (1995), a que estas empresas disponen de más recursos para elaborar una información de mayor calidad. Pero, dado que las empresas de nuestra muestra son cotizadas y que, por lo tanto, todas ellas son de considerable tamaño, es posible que sea su mayor visibilidad lo que hace que divulguen información de más calidad.

El índice de claridad (regresión 1), y de forma idéntica a lo indicado con los resultados de la fórmula de legibilidad, no encuentra relación entre el desempeño financiero y la claridad de la información, por lo tanto, podemos afirmar que las empresas que tuvieron un desempeño negativo no ofuscan su informe de gestión a través del oscurecimiento de su claridad, empleando menos tablas, gráficos,... En definitiva, los resultados alcanzados nos llevan a rechazar la hipótesis  $H_1$  formulada, no pareciendo existir una motivación oportunista en la elaboración de los informes de gestión.

En relación a los efectos temporales, el test de redundancia nos lleva a concluir que no existe una variación de la claridad en el informe de gestión durante el periodo analizado, esto es, la crisis económica no afectó al nivel de claridad con el que los documentos fueron elaborados, y esto con cualquiera de los dos índices utilizados como variables dependientes.

**Tabla 8.-** Regresiones sobre la claridad del informe de gestión

	Índice de claridad (Regresión 1)		Índice de legibilidad (Regresión 2)	
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
Constante	2,948712	0,1308	44,94038	0,0000
Desempeño financiero	-0,036018	0,2559	0,084093	0,2235
Tamaño	0,063093	0,4948	-0,387209	0,0553
Potencial de crecimiento	-0,013832	0,6268	-0,021341	0,6738
Riesgo financiero	0,007370	0,5279	-0,006947	0,8050
$R^2$ (Prob. F-statistic)	0,048953 (0,037930)		0,046712 (0,029203)	
Efectos entre empresas	Sí		Sí	
Efectos temporales	No		No	
Efectos fijos/Aleatorios	Aleatorios		Aleatorios	

FUENTE: Elaboración propia (2013)

## 4.2. LA INFORMACIÓN SOBRE LOS RESULTADOS FINANCIEROS

En este apartado analizamos los resultados de los modelos de regresión aplicados a la información sobre los resultados financieros (tabla 9). Al igual que en el caso del documento en su conjunto, el test de redundancia nos indica que existen efectos individuales entre las compañías pero ahora, una vez implementado el test de Hausman los efectos son fijos, es decir, las variables explicativas afectan por igual a las distintas empresas, incorporándose a la regresión una variable *dummy* que recoge diferencias entre individuos.

Tomando como medida el índice de claridad (regresión 1), observamos que el desempeño financiero no tiene efecto alguno sobre la facilidad de lectura de este tipo de información, sin embargo, tomando como variable dependiente el índice de claridad (regresión 2), el modelo muestra que las empresas con peor desempeño financiero elaboran una información sobre esos resultados más opaca, con mayor complejidad sintáctica. Estos resultados concuerdan con los obtenidos por Hossain y Siddiquee (2009) sobre los MD&A, y por Baker y Kare (1992) sobre las cartas del presidente, aunque en estos trabajos no se analiza específicamente la información que trata sobre los resultados de la empresa.

Por lo tanto, podemos concluir que las empresas con peor desempeño financiero divulgan una información sobre los resultados financieros menos clara, pero no a través de la utilización de menos tablas, gráficos...sino a través de un texto de más difícil lectura, así confirmamos la hipótesis  $H_2$  planteada, existe una relación directa entre el desempeño financiero y la claridad con la que es elaborada la información sobre los resultados de las empresas.

Por último, y a pesar de que el desempeño financiero de las empresas se había visto fuertemente deteriorado en el inicio de la crisis económica, el test de redundancia nos indica que no existe una variación temporal en la claridad de este tipo de información, y ello en los dos índices. Este resultado nos lleva a considerar que posiblemente muchas empresas no reflejaron en sus informes las malas noticias acaecidas durante ese periodo, y las empresas que tuvieron un peor desempeño y lo reflejaron en sus informes, elaboraron éstos de forma que son de más difícil lectura que los de las firmas que tuvieron mejor desempeño.

**Tabla 9.-** Regresiones sobre la claridad de la información sobre los resultados financieros

	Índice de claridad (Regresión 1)		Índice de legibilidad (Regresión 2)	
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
Constante	13,12913	0,1328	67,79585	0,1161
Desempeño financiero	0,008798	0,8570	0,482554	0,0465
Tamaño	-0,436362	0,2931	-1,218362	0,5518
Potencial de crecimiento	-0,042760	0,2820	-0,255118	0,1940
Riesgo financiero	-0,004895	0,8159	0,086012	0,4078
R <sup>2</sup> (Prob. F-statistic)	0,813733 (0,000000)		0,671683 (0,000000)	
Efectos entre empresas	Sí		Sí	
Efectos temporales	No		No	
Efectos fijos/Aleatorios	Fijos		Fijos	

FUENTE: Elaboración propia (2013)

Debido a la subjetividad implícita en la elaboración de los índices de claridad, repetimos el análisis atribuyendo una ponderación diferente a las variables que forman los índices, siendo nuestro objetivo proporcionar robustez al análisis. Las ponderaciones dadas a los atributos del texto en este análisis se presentan en la tabla 10, siendo los resultados de los análisis similares a los ya descritos.

**Tabla 10.-** Ponderación de los índices alternativos de claridad

Ponderación de los índices		Variables
Informe	Información sobre resultados	
20%	30%	Legibilidad
20%	30%	Gráficos y tablas
20%	20%	Intensidad numérica
20%	20%	Formato
10%		Índice de contenidos
10%		Encabezados

FUENTE: Elaboración propia (2013)

## 5. CONCLUSIONES

Los informes anuales, y en especial sus secciones narrativas, han experimentado un incremento de tamaño muy considerable en las últimas décadas. Este incremento de la información narrativa se ha producido como resultado de la respuesta de la empresa a las demandas de información adicional. Las exigencias informativas suelen referirse a la publicación de un informe que recoja la visión de la dirección acerca de la situación del negocio y también de sus perspectivas futuras, el informe de la dirección, documento que en

España recibe el nombre de informe de gestión.

Los organismos reguladores reconocen la relevancia de la presentación de este tipo de datos, así como de los problemas ligados a su presentación e interpretación, y ello a pesar de considerar que la diversidad de operaciones que realizan las empresas, la especificidad de las industrias y la forma de operar de cada empresa limitan las posibilidades de estandarización. Por ello, los requerimientos informativos como, por ejemplo, las guías que se facilitan, se limitan a indicar los contenidos clave que deben incluirse en los informes de la dirección, sin especificar los datos precisos que deben ser revelados o cómo han de ser presentados. Será la dirección, finalmente, la que seleccione la información que se va a divulgar, así como la forma en que va a ser presentada.

Por lo tanto, la información narrativa, tanto en el informe de gestión como en el resto de los documentos de esta naturaleza, pueden ser objeto de prácticas de manipulación. Así, su contenido y su formato de presentación pueden ser aprovechados por la dirección de la empresa de manera oportunista para influir en las percepciones que los usuarios tienen de la empresa, ocultando o maquillando la información para evitar las interpretaciones perjudiciales o, al menos, para reducirlas. Es objeto del presente estudio el análisis de diferentes aspectos del texto que inciden en su claridad y su relación con el desempeño de la empresa.

En consonancia con otros trabajos sobre la materia, los informes resultan de difícil lectura para los usuarios, requiriendo una formación académica del lector a nivel de licenciatura o superior. Los otros elementos recomendados para el incremento de la claridad (tablas, gráficos, formato, índices) no son, a juzgar por los resultados del análisis, de uso generalizado. Muy pocas empresas incluyen índices, y solo las tablas son utilizadas por la mayoría de las empresas.

Por lo que respecta a la información sobre los resultados financieros, encontramos también una importante dificultad para su lectura, aunque ligeramente menor que para el informe en su conjunto, lo cual puede deberse a la superior intensidad numérica de esta información, como corresponde a su naturaleza.

En el análisis multivariante analizado, observamos que el grado de claridad en la presentación del informe de gestión parece no estar relacionada con un intento de oscurecer las malas noticias, pero el abanico de información incluida en el informe es muy amplio, pues comprende desde aquella información relativa a la descripción del negocio hasta información sobre sus objetivos y estrategias. Así, cuando analizamos específicamente el tramo del informe en el que se comentan los resultados financieros de la empresa, los datos parecen apuntar hacia la existencia de un intento de encubrir las malas noticias, pero no mediante el empleo de menos elementos visuales como, por ejemplo, tablas o gráficos, ni mediante un texto más desorganizado, sino a través del empleo de frases y palabras más largas, lo que dificulta al lector el procesamiento de la información.

## REFERENCIAS

AERTS, W. Inertia in the Attributional Content of Annual Accounting Narratives. **European Accounting Review**, v. 10, n.1, p. 3-32, 2001.

AERTS, W. Picking up the Pieces: Impression Management in the Retrospective Attributional Framing of Accounting Outcomes, **Accounting, Organizations and Society**, v. 30, p. 493-517, 2005.

AHMED, K.; COURTIS, J.K. Association between Corporate Characteristic and Disclosure Levels in Annual Reports: A Meta-Analysis, **British Accounting Review**, v. 31, p. 35-61, 1999.

ANDERSON, R.C.; DURU, A.; REEB, D.M. Founders, Heirs, and Corporate Opacity in the United States, **Journal of Financial Economics**, v. 92, n. 2, p. 205-222, 2009.

BABÍO, M.R.; SUÁREZ, O. Análisis de la claridad del informe de gestión de las empresas cotizadas españolas, In: JORNADAS LUSO-ESPAÑOLAS DE GESTIÓN CIENTÍFICA, 20, 2010, **Anais...** Setúbal 2010.

BAKAR, A.; AMEER, R. Readability of Corporate Social Responsibility Communication in Malaysia, **Corporate Social Responsibility And Environmental Management**, v.18, n.1, p. 50-60, 2011.

BAKER III, H.E.; KARE, D.D. Relationship between Annual Report Readability and Corporate Financial Performance, **Management Research News**, v. 15, n. 1, p. 1-4, 1992.

BEATTIE, V.; JONES, M. The Use and Abuse of Graphs in Annual Reports: A Theoretical Framework and Empirical Study, **Accounting and Business Research**, v. 22, n. 88, p. 291-303, 1992.

BEATTIE, V.; JONES, M. Corporate Reporting Using Graphs: A Review and Synthesis, **Journal of Accounting Literature**, v. 27, p. 71-110, 2008.

CARNEIRO DA CUNHA, R.K.; SILVA C.A.T. Análise da facilidade de leitura das demonstrações contábeis das empresas brasileiras: uma investigação do gerenciamento de impressões nas narrativas contábeis. CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 9, 2009. **Anais...** São Paulo: Universidade de São Paulo, 2009.

CASASOLA, M.A. **La carta del presidente como medio de legitimación: análisis longitudinal de legibilidad y contenido de CEPSA (1930-2004) y REPSOL-YPF (1987-2004)**. Tesis doctoral. Sevilla: Universidad Pablo de Olavide, 2007.

CASSAR, G. Self-Serving Behaviour and the Voluntary Disclosure of Capital Market Performance, **Accounting Research Journal**, v. 14, n.2, p. 126-137, 2001.

CLATWORTHY, M.; JONES, M.J. Differential Patterns of Textual Characteristics and Company Performance in the Chairman's Statement, **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 19, n.4, p. 493-511, 2006.

COROMINA, E. El lenguaje eficaz en la escritura, **Comunicación, Lenguaje y Educación**, v. 21, p. 67-75, 1994.

COURTIS, J.K. An Investigation Into Annual Report Readability and Corporate Risk-Return Relationships, **Accounting & Business Research**, v. 16, n. 64, p. 285-294, 1986.

COURTIS, J.K. Readability of annual Reports: Western Versus Asian Evidence, **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 8, n.2, p. 4-17, 1995.

COURTIS, J.K. Annual Report Readability Variability: Tests of the Obfuscation Hypothesis, **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 11, n.4, p. 459-471, 1998.

DEMERS, E.; VEGA, C. **Soft Information in Earnings Announcements: News or Noise?** Papel de trabajo, 2008. Fontainebleau: INSEAD. Disponible en <http://www.insead.edu/facultyresearch/faculty/personal/edemers/documents/SoftInformationinEarningsAnnouncementsNewsorNoise-INSEADWP.pdf>. Acceso el 1 de Octubre de 2012.

DEMPSEY S.J.; HARRISON D.M.K.; KIMBERLY, F.L.; SEILER, M.J. Financial Opacity y Firm Performance: The Readability of REIT Annual Reports, **The Journal of Real Estate Finance and Economics**, v. 3 p. 1-21, agosto 2010.

FIALHO, S.; FUERTES, Y.; PASCUAL, E. La carta del presidente a sus accionistas, **Partida Doble**, v. 131 p. 52-63, marzo 2002.

FINANCIAL REPORTING COUNCIL. **Louder than Words**, Principles and Actions for Making Corporate Reports Less Complex and More Relevant. London: FRC, 2009. Disponible en <http://frc.org.uk/getattachment/7d952925-74ea-4deb-b659-e9242b09f2fa/Louder-than-words.aspx>. Acceso el 15 de enero del 2012.

FLESCH, R. A new readability yardstick, **Journal of Applied Psychology**, v. 32, n. 3, p. 221-233, 1948.

FLESCH R. **How to write, speak and think more effectively**. New York: Harper, 1958.

GOFFMAN, E. **The Presentation of Self in Everyday Life**. New York, NY: Anchor Books, 1959.

GÓEZ, P. **Calidad de la información contable de las cadenas hoteleras españolas. Evidencia empírica**. Tesis doctoral. Zaragoza: Universidad de Zaragoza, 2003.

HENRY, E. Market Reaction to Verbal Components of Earnings Press Releases: Event Study Using a Predictive Algorithm, **Journal of Emerging Technologies in Accounting**, v.3, p. 1-19, 2006.

HENRY, E. Are Investors Influenced by How Earnings Press Releases are Written? **Journal of Business Communication**, v. 45, p. 363-407, 2008.

HOSSAIN, M.F.; SIDDIQUEE, M.M. Readability of Management Reviews of Listed Companies of Bangladesh. Papel de trabajo, 2009. Disponible en <http://ssrn.com.abstract=1079695>. Acceso 2 de febrero del 2012

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD . **Preliminary Views on an Improved Conceptual Framework for Financial Reporting: The Objective of Financial Reporting and Qualitative Characteristics of Decision-useful Financial Reporting Information**. (Discussion Paper). London: IASB, 2006.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **General Principles Regarding Disclosure of Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations (IOSCO General Principles Regarding MD&A)**. Madrid: IOSCO, 2003. Disponible en [http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia\\_corpfin/genprinc.pdf](http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_corpfin/genprinc.pdf). Acceso el 3 de septiembre de

2012.

LANG, M.; LUNDHOLM, R. Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures, **Journal of Accounting Research**, v. 31, n.2, p. 246-327, 1993.

LEHAVY, R.; LI, F.; MERKLEY, K. The Effect of Annual Report Readability on Analyst Following and the Properties of Their Earnings Forecasts. **The Accounting Review**. V. 86, n.3, p.1.087-1.115, 2011

LI, F. Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence, **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, n. 2-3, p. 221-247, 2008.

LI, F. The Information Content of Forward-Looking Statements in Corporate Filings-A Naïve Bayesian Machine Learning Approach, **Journal of Accounting Research**, v.48, p. 1049-1102, 2010.

LOUGHRAN, T.; MCDONALD, B. Measuring Readability in Financial Text. Papel de trabajo, 2010. Disponible en [http://business.nd.edu/uploadedFiles/Academic\\_Centers/Study\\_of\\_Financial\\_Regulation/pdf\\_and\\_documents/Plain\\_English\\_v5.pdf](http://business.nd.edu/uploadedFiles/Academic_Centers/Study_of_Financial_Regulation/pdf_and_documents/Plain_English_v5.pdf). Acceso 13 de septiembre de 2012.

MERKL-DAVIES, D.M. **The Obfuscation Hypothesis Re-Examined: Analysing Impression Management in Narrative Annual Report Documents**. Tesis doctoral. Bangor: Bangor University, 2007.

MERKL-DAVIES, D.M.; BRENNAN, N.M.; MCLEAY, S.J. Impression Management and Retrospective Sense-Making in Corporate Narratives: A Social Psychology **Perspective**, **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 24, n.3, p. 315-344, 2011.

MILLER, B.P. The Effects of Reportings Complexity on Small and Large Investor Trading. **The Accounting Review**, v. 85, n. 6, p. 2.107-2.143, noviembre 2010.

MOFFITT, K.; BURNS, M.B. What Does That Mean? Investigating Obfuscation and Readability Cues as Indicators of Deception in Fraudulent Financial Reports. Papel de trabajo. 2009. Disponible en <http://aisel.aisnet.org/amcis2009/399>. Acceso el 5 de junio de 2012.

MYERS, R. **Classical and Modern Regression with Aplications**. Boston, MA: Dusbury, 1990.

PASCUAL, E.S. **Calidad de la información contable: Legibilidad, comprensibilidad y nivel de revelación**. Tesis doctoral. Zaragoza: Universidad de Zaragoza, 2006.

PASHALIAN, S.; CRISSY, W.J.E. How Readable are Corporate Annual Reports? **Journal of Applied Psychology**, p. 244-248, agosto 1950.

PETERSON, B.K.. Tables and graphs improve reader performance and reader reaction. **Journal of Business Communication**, v. 2, n.2, p.47-55, 1983.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. Recasting the Reporting Model: How to Simplify and

Enhance Communications, 2008. New York. Disponible en <http://www.wici-global.com/wp-content/uploads/2012/06/Recasting-the-reporting-model.pdf>. Acceso el 2 de abril del 2012.

RUTHERFORD, B.A. Obfuscation, Textual Complexity and the Role of Regulated Narrative Accounting Disclosure in Corporate Governance, **Journal of Management and Governance**, v. 7, n. 2, p. 187-210, 2003.

SALVADOR, F. Aspectos de la personalidad adolescente y rendimiento académico, **Educadores**, v. 134, p. 539-552, 1985.

SCHROEDER, N. ; GIBSON C. Readability of Management's discussion and Analysis, **Accounting Horizons**, v. 4, n 4, , p. 78-88, diciembre, 1990.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. A Plain English Handbook: How to Create Clear SEC Disclosure Documents, 1998 Washington DC, WA: SEC. Disponible en <http://www.sec.gov/pdf/handbook.pdf>. Acceso el 15 de mayo del 2012.

SHERMAN, L.A. **Analytics of Literatura. A Manual for the Objective Study of English Poetry and Prose**. Boston, MA: Ginn, 1893.

SINGHVI, S.S.; DESAI, H.B. An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure, **The Accounting Review**, p. 129-138, enero, 1971.

SZIGRISZT, F. **Sistemas predictivos de legibilidad del lenguaje escrito**. Tesis doctoral. Madrid: Universidad Complutense de Madrid, 1993.

VAN BEEST, F.; BRAAM, G.; BOELENS, S. Quality of Financial Reporting: Measuring Qualitative Characteristics. Papel de trabajo, 2009. Disponible en <http://www.ru.nl/economie/onderzoek/nice-working-papers/>. Acceso el 25 junio de 2012.

YOU, H.; ZHANG, X. Financial Reporting Complexity and Investor Underreaction to 10-K Information, **Review of Accounting Studies**, v. 14, p. 559-586, 2009.