

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES**

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD III



**EL GOBIERNO CORPORATIVO Y EL MODELO DE
RESULTADO GLOBAL**

TESIS DOCTORAL DE:

ERIKA LÓPEZ-QUESADA MARTÍN

DIRIGIDA POR:

**MARÍA DEL CARMEN NORVERTO LABORDA
MARÍA DEL MAR CAMACHO MIÑANO**

Madrid, 2013

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES**

**Departamento de Economía Financiera y
Contabilidad II**



Tesis Doctoral

GOBIERNO CORPORATIVO Y EL MODELO DE RESULTADO GLOBAL

AUTORA:
ERIKA LÓPEZ-QUESADA MARTÍN

DIRECTORES:

**M^a Carmen Norverto Laborda
María del Mar Camacho Miñano**

Madrid, 2012

“A mi hija Victoria,
para que el conocimiento siempre la acompañe”

AGRADECIMIENTOS

Quisiera agradecer a todas las personas que con su colaboración y el apoyo prestado, han hecho posible la realización de esta tesis.

En primer lugar, a mis directoras de tesis, a M^a Carmen Norverto Laborda por darme la oportunidad, la confianza y ponerme en el camino y a María del Mar Camacho Miñano, por su dedicación en el día a día, su esfuerzo incansable, sus enseñanzas y la ilusión depositada en mi para llevar a cabo este proyecto.

En segundo lugar, a todas las personas que en este camino han aportado su tiempo y conocimientos sumando valor a mi trabajo, en especial a Mercedes Gracia Díez y su marido Miguel Ángel Balduque, por las aportaciones econométricas realizadas, al igual que a M^a Jesús Segovia, Daniel Santín y Cristina del Campo. También agradecer a otros tantos profesores por su interés y ayuda prestada, a Clara Muñoz Colomina, a M^a José Rivero y a Álvaro Cuervo García. Y tantas otras que me han aportado las herramientas necesarias para allanar el camino, como el personal docente de la biblioteca, los integrantes de los congresos y seminarios asistidos, etc.

En tercer lugar a mi marido, familia y amigos, por la espera, paciencia y apoyo necesarios a lo largo de estos años.

Y mis últimas palabras se las quiero dedicar a mi hija Victoria, agradecida por cambiar el rumbo de mi vida.

GUION.-

INTRODUCCION

CAPITULO 1. LA IMPORTANCIA DE LA ETICA EN LAS ORGANIZACIONES: EL GOBIERNO CORPORATIVO

CAPITULO 2. EL NIVEL DE GOBIERNO CORPORATIVO Y LA RENTABILIDAD EMPRESARIAL

CAPITULO 3. EL NIVEL DE GOBIERNO CORPORATIVO Y LA TRANSPARENCIA CONTABLE COMO MEDIDA DE CREACION DE VALOR

CAPITULO 4. HIPÓTESIS, MUESTRA Y METODOLOGÍA

CAPITULO 5. ANALISIS DE LOS RESULTADOS Y DISCUSIÓN.

CAPITULO 6. CONCLUSIONES. LIMITACIONES Y FUTURAS LINEAS DE INVESTIGACION.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

INDICE

ABREVIATURAS

INDICE DE CUADROS Y GRAFICOS

INTRODUCCION

CAPITULO 1. LA IMPORTANCIA DE LA ETICA EN LAS ORGANIZACIONES: EL GOBIERNO CORPORATIVO

- 1.1. La ética y el gobierno corporativo
- 1.2. Teorías económicas relacionadas con el gobierno corporativo: La teoría de la agencia
- 1.3. Los códigos de gobierno corporativo en relación con ciertos hechos históricos
- 1.4. La Información contenida en los códigos de gobierno corporativo

CAPITULO 2. EL NIVEL DE GOBIERNO CORPORATIVO Y LA RENTABILIDAD EMPRESARIAL

- 2.1. El gobierno corporativo y la creación de valor
- 2.2. Análisis de la literatura sobre las variables que componen el indicador de gobierno corporativo
- 2.3. Definiciones de resultado utilizadas
- 2.4. Análisis de la literatura sobre el impacto de las variables que componen el indicador de gobierno corporativo en el resultado empresarial

CAPITULO 3. EL NIVEL DE GOBIERNO CORPORATIVO Y LA TRANSPARENCIA CONTABLE COMO MEDIDA DE CREACION DE VALOR

- 3.1. La ética y la transparencia
- 3.2. El gobierno corporativo, la transparencia informativa y los resultados empresariales
- 3.3. La elección del resultado global como medida de rentabilidad empresarial y transparencia informativa.

- 3.4. El concepto de resultado global
- 3.5. Análisis de la literatura sobre el gobierno corporativo y el resultado global
- 3.6. Modos de presentación del resultado global

CAPITULO 4. HIPÓTESIS, MUESTRA Y METODOLOGÍA

- 4.1. Hipótesis planteadas
 - 4.1.1. El nivel de gobierno corporativo y la rentabilidad empresarial
 - 4.1.2. La transparencia informativa y los resultados contables
- 4.2. Metodología de la investigación
- 4.3. Descripción de la muestra
- 4.4. Creación del Indicador de gobierno corporativo (IGC)
 - 4.4.1 El tamaño del consejo de administración
 - 4.4.2 El porcentaje de consejeros independientes
 - 4.4.3 Estructura de liderazgo: Dualidad
 - 4.4.4 El Número de reuniones del consejo de administración
 - 4.4.5 La Remuneración del consejo de administración

CAPITULO 5. ANALISIS DE LOS RESULTADOS Y DISCUSIÓN

- 5.1. Análisis descriptivo
 - 5.1.1. Análisis descriptivo del nivel de gobierno corporativo
 - 5.1.2. Análisis descriptivo del modo de presentación del resultado global
 - 5.1.3. Relación del modo de presentación del resultado global con el nivel de cultura de gobierno corporativo
- 5.2. Modelos empíricos
 - 5.2.1a Modelos empíricos de rentabilidad empresarial en función del índice de gobierno corporativo (IGC)
 - 5.2.1b Modelos empíricos de rentabilidad empresarial en función de cada una de las variables del (IGC)
- 5.3. Discusión de los resultados:
 - 5.3.1. Relación entre el nivel de gobierno corporativo y rentabilidad empresarial.

5.3.2. Relación entre la transparencia informativa, el nivel de gobierno corporativo y la rentabilidad empresarial.

CAPITULO 6. CONCLUSIONES. LIMITACIONES Y FUTURAS LINEAS DE INVESTIGACION

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

ANEXOS

Anexo 1: Tabla 1. Cuadro comparativo de los Códigos publicados y las sucesivas crisis económicas

Anexo 2: Tabla 2. Origen legal de ciertos países

Anexo 3: Modelos de estudio entre el IGC, la transparencia informativa y la rentabilidad empresarial:

- **Bloque A:** Estudio de las relaciones entre el IGC y la rentabilidad empresarial
- **Bloque B:** Estudio de las relaciones entre el IGC junto con la transparencia informativa y la rentabilidad empresarial

ABREVIATURAS UTILIZADAS

CEO:	Chief executive officer (Directivo)
CNMV:	Comisión Nacional del Mercado de Valores
EBITA:	Earnings before interest, tax and amortisation (Ganancias antes del interés, del impuestos y de la amortización)
EPS/PER:	Earnings per share (Ganancias por acción)
EVA:	Economic Value Added (Valor económico agregado)
FASB:	Financial Accounting Standard Board. Principal organismo emisor de normas contables en Estados Unidos.
IASB:	International Accounting Standard Board.
IBEX:	Indice Bursatil Español
IGC:	Indice de Gobierno Corporativo
IOSCO:	International Organization of Securities Commissions (La Organización Internacional de Comisiones de Valores)
LMV:	Ley del Mercado de Valores
MVA:	Market Value Added (Valor agregado de mercado)
NIC:	Normas internacionales de Contabilidad
OCDE:	Organización para la Cooperación y el Desarrollo económico
OPA:	Oferta Pública de Acciones
PB value:	Price book value (Valor de mercado en libros)
PER:	Price earning ratio (Ganancias por acción)
RC:	Resultado Contable
RG:	Resultado Global
ROA:	Return on Assets (Rentabilidad de los activos)
ROE:	Return on Equity (Rentabilidad sobre los accionistas)
ROI:	Return on investment (Rentabilidad sobre la inversión)
SAI:	Social Accountability International (Responsabilidad Social Internacional)
RSC/E:	Responsabilidad Social Corporativa/Empresarial
SEC:	Security Exchange Commission (Comisión de Bolsa y Valores)
SandP 500:	Índice bursátil ponderado por capitalización de 500 empresas norteamericanas
UE:	Unión Europea

INDICE DE TABLAS Y GRAFICOS

CAPITULO 1. LA IMPORTANCIA DE LA ETICA EN LAS ORGANIZACIONES: EL GOBIERNO CORPORATIVO

1.1. La ética y el gobierno corporativo

Figura 1. Visión global del concepto de ética en los negocios

1.3. Los códigos de gobierno corporativo en relación con ciertos hechos históricos

Tabla 1. Cuadro comparativo de los Códigos publicados y las sucesivas crisis económicas

Tabla 2. Origen legal de ciertos países

1.4. La Información contenida en los códigos de gobierno corporativo

Gráfico 1. Clasificación de las explicaciones de las empresas

CAPITULO 2. EL INDICADOR DE GOBIERNO CORPORATIVO Y LA RENTABILIDAD EMPRESARIAL

2.1. El gobierno corporativo y la creación de valor

Gráfico 2.1. Visión del flujo de creación de valor

2.2. Análisis de la literatura sobre las variables que componen el indicador de gobierno corporativo

Gráfico 2.2.1. Número de publicaciones sobre “Corporate Governance” en ISI a nivel mundial (1977-2010)

Gráfico 2.2.2. Evolución en el número de publicaciones sobre “Corporate Governance” en ISI a nivel mundial (1977-2010)

Gráfico 2.2.3. Evolución en el número de publicaciones sobre el término “Corporate Governance” en ISI en España (1997-2010)

Tabla 2.4.1. Estudios empíricos que relacionan el tamaño del consejo y los resultados

Tabla 2.4.2. Estudios empíricos que relacionan el número de consejeros independientes y los resultados

Tabla 2.4.3. Estudios empíricos que relacionan la dualidad en el consejo y los resultados

Tabla 2.4.4. Estudios empíricos que relacionan la efectividad del consejo y los resultados

Tabla 2.4.5. Estudios empíricos que relacionan la remuneración del consejo y los resultados

CAPITULO 3. EL NIVEL DE GOBIERNO CORPORATIVO Y LA TRANSPARENCIA CONTABLE COMO MEDIDA DE CREACION DE VALOR

Tabla 3.2.1. Estudios sobre la revelación voluntaria de información y el tamaño del consejo en ISI

Tabla 3.2.2. Estudios sobre la revelación voluntaria de información y el número de consejeros independientes.

Tabla 3.2.3. Estudios sobre la revelación voluntaria de información y la dualidad de los directivos.

Tabla 3.2.5. Estudios sobre la revelación voluntaria de información y la remuneración del consejo de administración

CAPITULO 4. HIPÓTESIS, MUESTRA Y METODOLOGIA

Tabla 4.3.1. Datos de la muestra por sector de actividad

Tabla 4.3.2. Descripción y fuente de las variables

Tabla 4.4. Estadísticos descriptivos del indicador de gobierno corporativo

Tabla 4.4.1.a. La variable (tdlnactiv)

Gráfico 4.4.1.a. La variable (tdlnactiv)

Tabla 4.4.1.b La variable (tdirectivos)

Gráfico 4.4.1.b. La variable (tdirectivos)

Tabla 4.4.2. La variable (indeptdir)

Gráfico 4.4.2. La variable (indeptdir)

Tabla 4.4.3. La variable (dualidad)

Gráfico 4.4.3. La variable (dualidad)

Tabla 4.4.4. La variable (nreuniones)

Gráfico 4.4.4. La variable (nreuniones)

Tabla 4.4.5.a. La variable (retlnactiv)

Gráfico 4.4.5.a. La variable (retlnactiv)

Tabla 4.4.5.b. La variable (retribuc)

Gráfico 4.4.5.b. La variable (retribuc)

Cuadro 4. Resumen de los valores más adecuados de las variables que componen el indicador y los resultantes para las variables originales

CAPITULO 5. ANALISIS DE LOS RESULTADOS Y DISCUSIÓN

Tabla 5.1.A. Estadísticos descriptivos de las variables

Tabla 5.1.B. Correlaciones

5.1.1. Análisis descriptivo del nivel de gobierno corporativo

Tabla 5.1.1.1. IGC

Gráfico 5.1.1.1. IGC

Tabla 5.1.1.2. IGC por años

Gráfico 5.1.1.2. IGC por años

Tabla 5.1.1.3. IGC por sectores

Gráfico 5.1.1.3. IGC por sectores

5.1.2. Análisis descriptivo del modo de presentación del resultado global

Tabla 5.1.2.1. Modo de presentación del resultado global (MPRG)

Gráfico 5.1.2.1. Modo de presentación del resultado global (MPRG)

Tabla 5.1.2.2. MPRG por años

Gráfico 5.1.2.2. MPRG por años

Tabla 5.1.2.3. MPRG por sectores

Gráfico 5.1.2.3. MPRG por sectores

5.1.3. Relación del modo de presentación del resultado global con el nivel de cultura de gobierno corporativo

Tabla 5.1.3.1. MPRG/ IGC

Gráfico 5.1.3.2. MPRG/ IGC

5.2. Modelos empíricos

Tabla 2.a: Resultados del modelo 2a

Tabla 2.b: Resultados del modelo 2b

Tabla 5.3.1. Resultados obtenidos de la relación entre las medidas de gobierno corporativo y el resultado empresarial

Tabla 5.3.2. Resultados obtenidos de la relación entre las medidas de gobierno corporativo, la transparencia informativa y el resultado empresarial

INTRODUCCION

El concepto de “gobierno corporativo” se encuentra enmarcado dentro del área de la “ética empresarial”. La ética empresarial constituye la “ética aplicada” al ámbito organizativo, que hace referencia a la calidad humana, a la excelencia de las personas y de sus acciones, en el marco de su trabajo en las organizaciones. Las prácticas de buena conducta empresarial se plasman en códigos de ética, que contemplan el conjunto de los valores que están establecidos en un mismo sistema o código con el fin de beneficiar a la empresa en su conjunto. Así pues, el gobierno corporativo enmarcado dentro del área de la ética empresarial queda definido como “el sistema por el cual las compañías son dirigidas y controladas” Informe Cadbury (1992) y plasmado en los denominados “códigos de buen gobierno”.

El objetivo de todos los códigos de buen gobierno es proteger a los accionistas del poder de los directivos, así como, que exista un buen control de los primeros hacia estos últimos, evitando los problemas de agencia existentes entre los mismos. En este contexto, es la teoría de la agencia la que estudia las relaciones entre accionistas y directivos y los conflictos de intereses subyacentes entre ambos. En la actualidad, existen diversos mecanismos de control, tanto a nivel externo (mercado de bienes y servicios, mercado de capitales, mercado de trabajo de los directivos y mercado de control corporativo) como interno (consejo de administración, diseño de contratos de compensación, junta general de accionistas y estructura financiera). Todos ellos tienen como objetivo reducir los problemas de agencia existentes, tales como la obtención de beneficios oportunistas e interesados por parte de los directivos.

Con el fin de conciliar los objetivos comunes entre los accionistas (“principal”) y los directivos (“agentes”), aparece la figura del consejo de administración. Se trata de un ente clave dentro de los mecanismos internos utilizados por las compañías para controlar a sus ejecutivos (Zahra, Pearce, 1989; Dalton et al. 1998). Los directivos pertenecientes a los consejos de

administración poseerán un nivel de información acerca de la composición y características de dichos consejos en materia de gobierno corporativo. Dependiendo de una serie de características del consejo, que se analizarán con posterioridad, se determinará un nivel de “cultura de gobierno corporativo”. En teoría, a mayor nivel de cultura corporativa, menores problemas de agencia entre los accionistas y los directivos de las empresas.

De hecho, los problemas de agencia existentes en una compañía pueden ser minimizados. Por un lado, mediante el control de mecanismos internos como los relativos a la composición del consejo de administración (Cerbioni 2007; Patelli, Prencipe 2007; Baek 2009) y, por el otro, favoreciendo la transparencia de las organizaciones, a través de una emisión de información financiera-contable más adecuada a la realidad (Fernández-Rodríguez et al. 2004). La emisión de códigos de buen gobierno por parte de los diferentes países mejora el nivel de “cultura de gobierno corporativo” por parte de las empresas (Zattoni, Cuomo 2008), lo que favorece la obtención de mejores resultados empresariales (Alix Valenti et al. 2011). Esto se consigue a través de recomendaciones de “cumplir o explicar” (“comply or explain”), que dictan procedimientos que favorecen la revelación de mayor y mejor información para todos los agentes implicados (Van den Berghe 2002; Monks, Minow 2004). Con la obtención de mejores resultados, por un lado, e información más adecuada a la realidad de la empresa por el otro, se logra la obtención del objetivo último de las empresas de creación de valor.

Teniendo en cuenta los antecedentes del marco teórico del gobierno corporativo, la literatura previa y las diferentes normas desarrolladas hasta el momento, este trabajo de investigación tiene un doble objetivo: por un lado, profundizar en la relación existente entre el nivel de “cultura de gobierno corporativo” de las empresas y su rentabilidad empresarial y, por otro lado, el impacto en esta última al incorporar variables de transparencia informativa. El fin último de esta tesis es dar respuesta a si un buen nivel de “cultura de gobierno corporativo” junto con una mejor divulgación voluntaria de información conlleva una mayor rentabilidad de las compañías, generando así mayor creación de valor en las mismas.

Para conseguir los objetivos propuestos, esta investigación se estructura en una primera parte teórica formada por tres capítulos y una segunda parte empírica, seguido de las discusiones y principales conclusiones que puedan extraerse de ambas. A continuación se expone un breve resumen de cada uno de los capítulos de esta tesis doctoral.

En el primer capítulo se analiza la importancia que tiene la ética en el gobierno corporativo, dando una visión global de la relación existente entre los diferentes conceptos teóricos tratados: la ética empresarial, la responsabilidad social corporativa, el gobierno corporativo, las empresas y el resto de los agentes implicados (“stakeholders”). Posteriormente se exponen las distintas teorías existentes sobre el gobierno corporativo, seleccionando la teoría de la agencia por ser la que consideramos más se ajusta a este estudio. El nivel de “cultura de gobierno corporativo” de las empresas se mide a través de un indicador formado por ciertas características que presentan los consejos de administración, que reflejan la discrecionalidad existente entre accionistas y directivos de las mismas. Se exponen a continuación las sucesivas emisiones de códigos de gobierno corporativo en relación directa con ciertos hechos económico-financieros acaecidos en cada momento del tiempo (crisis bancarias, manipulación de resultados de grandes empresas, quiebras de empresas muy importantes en el mercado...). Se finaliza este capítulo aportando la información contenida con carácter general en los códigos de gobierno corporativo.

En el segundo capítulo, se estudia la relación entre el nivel de “cultura de gobierno corporativo” de las empresas y su rentabilidad empresarial. El nivel de “cultura de gobierno corporativo” se mide mediante un indicador de gobierno corporativo, que incorpora determinadas características intrínsecas que debe tener un consejo de administración, como son: el tamaño, el número de consejeros independientes, las mismas o diferentes funciones desempeñadas por el presidente y el director general, el número de reuniones y la remuneración de los consejeros. El estudio se centra en las características del consejo de administración por ser uno de los mecanismos internos de control

utilizados en las empresas, ya que reduce las asimetrías de información existentes entre accionistas y directivos. Las políticas llevadas a cabo por los directivos en materia de gobierno corporativo definen en gran medida las características de los consejos de administración y una posible forma de medirlas es a través de la rentabilidad empresarial (Bhagat 2008; Alix Valenti et al. 2011). De las múltiples posibilidades de medir esta rentabilidad y en función de la literatura analizada, se utilizan los ratios de rentabilidad económica y financiera, el resultado contable entendido como saldo de la Cuenta de pérdidas y ganancias y el resultado global por ser el resultado que más se acerca al valor de mercado de la empresa (Arimany 2009; Kanagaretnam et al. 2009).

En el tercer capítulo se aborda la relación existente entre el nivel de “cultura de gobierno corporativo” y la transparencia de la información contable, en concreto el modo de presentación del resultado global. Las características que presenta un consejo de administración en materia de gobierno corporativo, es decir, su nivel de “cultura de gobierno corporativo”, pudiera tener relación con la información voluntaria divulgada al exterior como argumentan ciertos estudios (Forker 1992; Gómez-Mejía et al. 2001; Rouf 2011, entre otros). En principio, un elevado nivel de “cultura de gobierno corporativo” en la empresa será reflejo de un gobierno corporativo eficaz, el cual reforzará el control interno de la empresa, divulgando un mayor volumen de información. Todo ello tendrá como finalidad reducir los problemas derivados de comportamientos oportunistas y de la existencia de informaciones asimétricas.

En general, la eficacia del gobierno corporativo provocará un mayor y mejor volumen de información divulgada a todos los agentes implicados (“stakeholders”) (Bujaki, McConomy 2002; Karamanou, Vafeas 2005). El modo de presentación de la información contable es reflejo del nivel de transparencia y del nivel de divulgación de la información por parte de la empresa. La evolución sufrida en la normativa contable en los últimos años ha llevado, tanto a los académicos como a los profesionales, a cuestionar el modelo tradicional de comunicación financiera de la empresa basado en la contabilidad según el método de la partida doble, la valoración de los activos según el principio del

coste histórico o el concepto de resultado contable (Trombetta 2002). Desde la década de los noventa del siglo XX los organismos emisores de normas contables más representativos a nivel internacional, entre los que cabe destacar el FASB (SFAS 130, 1997) y el IASB (NIC 1, 1997, revisada en el 2003, 2007 y 2011) vienen exigiendo a las empresas la revelación del “resultado global” (“comprehensive income”) frente al tradicional resultado neto. El resultado global recoge todos los cambios acaecidos en el patrimonio neto de una compañía, ajenos a las operaciones con los socios (ampliaciones, reducciones de capital o el pago de dividendos) durante un período de tiempo. Frente al resultado contable tradicional, determinado sobre una base más restrictiva, aparece el concepto de resultado global, que es más relevante y posee una mayor calidad informativa para los inversores, ya que se acerca al resultado económico y refleja el impacto del mercado en el resultado empresarial estando, por ello, más conectado a la realidad de los mercados (Arimany 2009; Kanagaretnam et al. 2009).

La normativa contable a nivel internacional obliga a las empresas a presentar el concepto de resultado global en los estados financieros. Sin embargo, su forma de presentación se ha cuestionado mucho. De hecho, en Estados Unidos la legislación no establece un formato específico para su presentación, sino que propone tres alternativas: como Estado de cambios en el patrimonio neto, como Estado de cuenta de resultado global independiente o como Estado de cuenta de resultados única, integrado en la Cuenta de pérdidas y ganancias.

El modo de presentación de la información contable y, en concreto, del resultado global refleja la preferencia por parte de las empresas hacia una mayor transparencia de la información, además de añadir mayor valor empresarial a la compañía. Nuestra hipótesis inicial es que unas buenas políticas de GC llevadas a cabo por los directivos junto con una mayor transparencia tienen un efecto positivo en la rentabilidad empresarial.

En la segunda parte se lleva a cabo un análisis empírico con una muestra de empresas pertenecientes al indicador S&P 500 para el periodo

2004-2009. Con el fin de conseguir el objetivo propuesto en este estudio, se ha utilizado una muestra de empresas estadounidenses. El motivo es que, en este país, el formato de presentación del resultado global es discrecional por parte de las empresas. Además, en Estados Unidos las empresas cuentan con más de diez años de implementación de este modelo contable de resultado.

La metodología utilizada se basa en la construcción de un indicador de “cultura de gobierno corporativo” en función de las siguientes características del consejo de administración: tamaño, número de consejeros independientes, si el director general y el presidente del consejo coinciden en la misma persona, el número de reuniones anuales y la retribución a los consejeros. Seguidamente, se estiman modelos de regresión con objeto de evaluar el efecto de este indicador en la rentabilidad de las empresas. El análisis también se lleva a cabo utilizando cada una de las variables que componen el indicador por separado, con objeto de estimar el efecto individual de cada una de ellas. Estos modelos también incorporan como variables explicativas otras variables de control, como el valor de mercado, las ventas y el nivel de endeudamiento de las empresas. Por último, con objeto de contrastar si una mayor transparencia en la divulgación de información de las empresas también influye en su rentabilidad, se incluye en los modelos anteriores una nueva variable explicativa que recoge el modo de presentación de la información contable por el que han optado los gestores de la compañía.

Para finalizar, se presentan las principales conclusiones de este trabajo, sus limitaciones y las posibles extensiones futuras, adjuntando asimismo las referencias bibliográficas que han constituido las fuentes del mismo. Las principales contribuciones de este trabajo de investigación son las siguientes:

- En primer lugar, la construcción de un indicador de gobierno corporativo formado exclusivamente por las características propias que tienen los directivos de un consejo de administración y el propio consejo, dejando al margen variables utilizadas en otras investigaciones, como la estructura de propiedad, la existencia de comités de auditoría u otras, que consideramos ajenas a las características propias de los directivos. Esto es, nuestro indicador trata de

medir el nivel de cultura corporativa interno, el relativo únicamente a los consejeros y a los consejos de las empresas. Además se trata de un indicador sencillo que utiliza datos que se encuentran disponibles para cualquier investigador.

- El indicador propuesto tiene dos características que no se han considerado previamente en la literatura: (i) Se relacionan las variables tamaño del consejo y retribución a los directivos con el tamaño de la empresa, por considerar que ambos aspectos no contienen información por sí mismos, sino que deben depender del tamaño de la compañía. Tanto una empresa pequeña con un consejo de gran tamaño o una gran compañía con un consejo de tamaño reducido, no pueden considerarse buenas políticas de gobierno corporativo. Del mismo modo, la remuneración a los miembros del consejo también debe depender del tamaño de la empresa, ya que se justifica que los consejeros de las grandes empresas estén mejor remunerados. (ii) Se utilizan criterios estadísticos, basados en las distribuciones empíricas de las variables que componen el indicador, para determinar las regiones que aportan una puntuación positiva al mismo. Se emplean criterios de normalidad, que miden la concentración de los datos alrededor de la media en términos de desviaciones típicas, para identificar los casos extremos.

- A diferencia de otros estudios, en el análisis empírico se utiliza el resultado global como medida de la rentabilidad empresarial, por considerar que es la magnitud que mejor refleja el valor de mercado de las empresas. Hasta la fecha no existen investigaciones que utilicen el concepto de resultado global como medida de la “performance” de las empresas para evaluar las políticas de gobierno corporativo. El resultado global o total de ingresos y gastos reconocidos consiste en la imputación a resultados de los cambios en la valoración de activos y pasivos no relacionados con la propiedad, por lo que el resultado global capta para un ejercicio económico las variaciones en el patrimonio neto realmente acontecidas en el mismo, ajenas a las operaciones de la propiedad. Se considera que el resultado global es preferible a otras medidas de rentabilidad empresarial como la rentabilidad sobre los accionistas (ROE), la rentabilidad sobre los activos (ROA) y el resultado contable, por ser

la medida que que mejor refleja el impacto del mercado en el resultado empresarial. El ROE no tiene en cuenta el nivel de apalancamiento de la empresa ni su estructura de endeudamiento, el ROA ignora los gastos financieros que ocasiona la financiación ajena y el impuesto de sociedades, mientras que el resultado contable es el saldo de la cuenta de pérdidas y ganancias, por lo que se basa únicamente en un enfoque de ingresos y gastos. Además, con nuestra muestra, los resultados más robustos son los que se obtienen con los modelos en los que la medida de rentabilidad empresarial es el resultado global, frente a los que se obtienen con el resultado contable o los ratios ROA y ROE.

- Con objeto de analizar si un nivel alto de “cultura de gobierno corporativo”, junto con una mayor divulgación voluntaria de información, tienen un efecto positivo en la rentabilidad de las compañías. Se lleva a cabo un análisis empírico, mediante la estimación de modelos econométricos. Los resultados sugieren que tanto el indicador de gobierno corporativo, elaborado en este trabajo, como la transparencia informativa afectan de forma positiva al resultado global de las empresas. En concreto, la presentación de resultados en la opción de resultado global (como aconseja la FASB y la literatura existente) impacta positivamente en la rentabilidad de las empresas, frente a la presentación en el estado de cambio en el patrimonio neto.

- Los resultados que se obtienen en esta tesis sustentan la idea de que un mayor nivel de cultura corporativa, junto con una buena transparencia en la presentación de la información contable, tienen un efecto positivo en la rentabilidad empresarial. Logrando así la obtención del objetivo último de las empresas de creación de valor

CAPITULO 1. LA IMPORTANCIA DE LA ETICA EN LAS ORGANIZACIONES: EL GOBIERNO CORPORATIVO

1.1. La ética y el gobierno corporativo

El concepto de “gobierno corporativo” fue definido en el año 1992 en el Informe Cadbury como “el sistema por el cual las compañías son dirigidas y controladas”. Sin embargo, no fue hasta el año 1999 cuando la OCDE¹ estableció unos principios-marco, con la finalidad de identificar y plantear objetivos éticos en las empresas, dando la siguiente definición de gobierno corporativo: “el sistema por el cual las compañías son dirigidas y controladas, según el interés de los accionistas, para mantener y crear valor”.

El gobierno corporativo se encuentra enmarcado dentro de la ética empresarial que nace en los años setenta del siglo XX bajo la denominación de Business Ethics “ética de los negocios” en Estados Unidos y bajo el concepto de “ética de la empresa” en la Europa continental. La ética empresarial se plasma a través de diversos documentos, existen certificaciones éticas o de buena conducta que numerosas organizaciones están implantando. Este es el caso, por ejemplo, de la norma SA 8000, creada en el año 1997 por la organización “Responsabilidad Social Internacional” (Social Accountability International - SAI²). Se trata de una organización sin fines lucrativos dedicada al desarrollo, implantación y control de normas de responsabilidad social que son verificables y voluntarias. Existen también códigos de conducta, que son aquellos documentos a través de los cuales las empresas esperan moldear y producir cambios en sus empleados, estableciendo declaraciones explícitas sobre el comportamiento deseado de los mismos (Stevens 1994). Dentro de éstos nos encontramos con los códigos éticos profesionales (o deontológicos) que definen actividades y comportamientos de una determinada actividad

¹ OCDE, Principios de gobierno corporativo de la OCDE, Traducido de la versión original en inglés publicada con el título: OECD Principles of Corporate Governance, 2004 Edition. Véase: www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf

² <http://www.sa-intl.org>

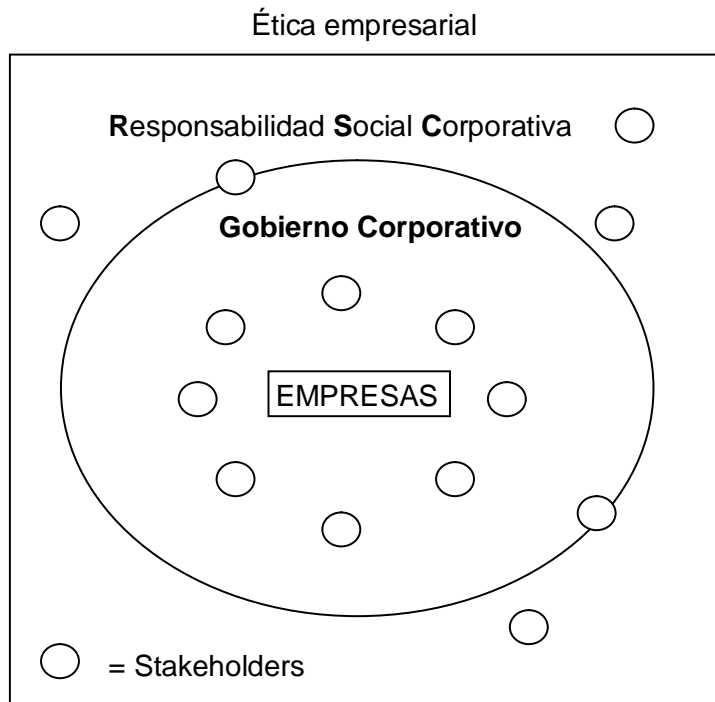
profesional y externos a la organización, puesto que son relativos a la profesión.- Hay otros como los denominados códigos sectoriales o códigos éticos empresariales, en los que se enmarca el concepto de gobierno corporativo. Con el paso del tiempo, los códigos éticos empresariales, responsables de marcar las directrices de los agentes internos implicados en el ciclo empresarial (empleados y directivos, entre otros), pasan a condicionar también el comportamiento del resto de los agentes externos interesados en la evolución de la compañía (Kaptein, Schwartz 2008).

En la última década, se da un paso más hacia la incorporación de estándares éticos en las empresas y surge un nuevo término, denominado “responsabilidad social corporativa” (RSC), entendida como “el compromiso voluntario por parte de las empresas para incorporar las preocupaciones sociales y medioambientales como objetivos en sus relaciones con todas las partes interesadas (“stakeholders”) con quienes interactúa” (AECA 2003)³. Frente a un modelo tradicional financiero de empresa, basado en la relación entre accionistas y directivos, con el objetivo de generar valor sólo para los primeros, se da paso a un modelo pluralista (“stakeholder”) de creación de riqueza neta total para todas las partes implicadas.

Resumiendo, la empresa es el centro neurálgico alrededor del cual girarán todos los agentes que intervienen en sus operaciones y la ética empresarial se convierte en el marco global que envuelve todas estas acciones (Figura 1).

³ http://www.aeca.es/comisiones/rsc/articulos/exclusivos/articuloexclusivo1_joseluis.htm

Figura 1. Visión global del concepto de ética en los negocios



Fuente: Elaboración propia

La ética en las organizaciones no es sinónimo de contar con buenos códigos de buen gobierno, pues reducir la ética en las organizaciones al desarrollo de códigos supondría una mera simplificación. Si la ética en su concepto más puro se aplicara en las organizaciones, nos encontraríamos ante organizaciones que velan no sólo por ellas mismas sino por todos aquellos agentes con los que interactúan: empresas, gobiernos, inversores... terceros, que forman parte de una sociedad trabajadora. Aunque es posible que los códigos de buen gobierno contribuyan a ayudar, hay que tener en cuenta que son medios, sólo eso, y que descansan dentro de una ética y una moralidad que los directivos tienden a olvidar con gran frecuencia. Casos como Enron, Worldcom y Parmalat son sólo la punta del iceberg de esa falta de ética empresarial de los directivos de las organizaciones.

1.2. Teorías económicas relacionadas con el gobierno corporativo: La teoría de la agencia

Las normas éticas y disposiciones reglamentarias recogidas dentro de los informes de Gobierno Corporativo son esenciales para evitar tensiones entre directivos y propietarios de las empresas. Son los denominados problemas de “agencia”, desarrollados en la teoría de la agencia por Jensen, Meckling (1976). Esta teoría ha sido ampliada posteriormente por Fama (1980); Fama, Jensen (1983), Eisenhardt (1989); Jensen, Murphy (1990) y Gomez-Mejia (1994).

La teoría de la agencia ha sido la más utilizada hasta el momento para justificar las relaciones entre empresa y terceros interesados en la misma (Hermalin, Weisbach 2000) frente al resto de las teorías existentes (Jensen, Meckling 1976; Fama 1984; Eisenhardt 1989). Representa uno de los intentos más serios de formulación de una teoría de la empresa con carácter general en el marco de las relaciones sociales (Jensen, Meckling 1976). Estos autores definen la relación de agencia como un contrato bajo el cual una o más personas (“principal”) contratan a otra persona (“agente”) para realizar algún servicio en beneficio del principal, lo que supone delegar sobre el agente la autoridad en la toma de decisiones. El planteamiento que sustenta esta teoría lleva asociados los denominados costes de agencia: los “agentes”, directivos o gestores de las compañías, pueden estar tentados a actuar en su propio beneficio y tomar decisiones de gestión movidos por sus propios intereses. En cualquier caso, la teoría de la agencia ha sido la más aplicada en las investigaciones sobre gobierno corporativo (Tricker 1994).

Ante las limitaciones planteadas y como reacción a la teoría de la agencia, a principios de los años noventa, surge la “teoría de la administración” (“stewardship”) (Donaldson, Davis 1991; Filkenstein, D’Aveni 1994; Davis et al. 1997; Lee, O’Neill 2003; Wasserman 2006), bajo una visión psico-sociológica del gobierno corporativo. Esta teoría considera a los directivos como buenos servidores de la organización, asume que los directivos profesionales de

cualquier empresa quieren realizar un buen trabajo y actuarán como efectivos administradores de los recursos de la misma. Esta explicación no conlleva que el directivo carezca de objetivos personales sino que, por el contrario, es consciente de la relación que existe entre sus metas individuales y los fines de la organización, y considera que el mejor modo de lograr sus propósitos es el trabajo hacia las metas colectivas. No obstante, se considera que la teoría de *stewardship* tiene una limitación a la hora de estudiar el gobierno de las sociedades y es que tan sólo tiene en cuenta a los socios (propietarios de la empresa) y al *steward* (el directivo), no prestando ninguna atención a los demás grupos de interés (“*stakeholders*”) que afectan o están afectados de manera más o menos directa en la sociedad.

Para explicar el gobierno de las empresas, en algunos trabajos académicos también se utiliza la teoría de la dependencia de los recursos (Pfeffer, Salancik 1978). Esta teoría interpreta las organizaciones como interdependientes con el contexto en el que se implantan. Las organizaciones van a depender, para asegurar su supervivencia, de los recursos y la información que les proporcionen otras empresas y los agentes del contexto en el que se hallen inmersas. En estas circunstancias, las organizaciones compiten con otras entidades que utilizan esos mismos recursos escasos.

Dichas teorías y otras muchas⁴ se limitan a analizar las relaciones entre socios, directivos profesionales, consejo rector y entorno, estableciendo los aspectos más importantes del gobierno de las empresas, pero no tienen en cuenta otros grupos de interés como son los clientes, trabajadores, asociaciones empresariales, y/o proveedores, entre otros. Surge así la teoría de los *stakeholders* (Freeman 1984; Donaldson, Preston 1995; Mitchell et al. 1997; Thompson 1997; Johnson et al. 2006) que considera que las organizaciones deben ser responsables ante un conjunto de grupos interesados en la empresa y no preocuparse únicamente por los accionistas, ya

⁴ Otras teorías como, las teorías del blindaje del directivo (Shleifer y Vishny, 1989; Paquerot, 1996), la teoría del modelo financiero o la teoría de la acción colectiva de la empresa, etc., han contribuido a dar respuesta a los conflictos existentes en las organizaciones, problemática de difícil solución.

que todos estos grupos pueden afectar a la consecución de los objetivos de la organización y, por consiguiente, al logro del éxito empresarial.

En este contexto, en el desarrollo de esta tesis doctoral que relaciona el nivel de “cultura de gobierno corporativo” y la creación de valor, consideramos que es necesario aplicar la teoría de agencia. Esto se debe a que las divergencias existentes entre accionistas y directivos podrían reducirse mediante la existencia de consejos de administración más eficientes. Algunas características de los consejos, como su tamaño, independencia, sus funciones, el número de reuniones y la remuneración de sus directivos determinan su grado de eficiencia organizativa que, a su vez, afecta, de manera directa o indirecta, a la consecución del éxito empresarial.

1.3. Los códigos de gobierno corporativo en relación con ciertos hechos históricos

La existencia de numerosos códigos éticos de gobierno corporativo está íntimamente relacionada con los cambios histórico-económicos sufridos en los distintos países. De hecho, la aparición de los mismos ha sido fruto de señalados hechos económico-financieros (ver Anexo 1).

El primer código de gobierno corporativo se desarrolló en los años setenta en Estados Unidos como reacción a determinados escándalos financieros (caso Watergate) y a la creciente oleada de OPAS hostiles del momento. En el año 1978 la “Business Round Table” publica un importante informe⁵ que amplía la visión de responsabilidades y tareas a desarrollar por parte de los directivos y establece las directrices para la mejora del gobierno corporativo de las compañías americanas.

En los años ochenta países asiáticos, como Corea del Sur, Taiwán y

⁵ Titulado “The Role and Composition of the Board of Directors of the large Publicly Owned Corporation”.

Singapur, experimentan un rápido desarrollo industrial, siendo en el año 1989 cuando la Hong Kong Stock Exchange crea su primer código de gobierno corporativo.

En Europa, a pesar de la crisis energética de los años setenta, los países europeos lograron igualar el nivel de vida de Estados Unidos de Norteamérica hacia finales de los años ochenta. De hecho, Irlanda es el siguiente país que crea su código de gobierno corporativo en el año 1991. Se trata del denominado informe IAIM (Irlanda-91).

En ese mismo año, en Gran Bretaña, se crea el comité “Cadbury” en la bolsa de Londres que redacta el llamado “Código Cadbury”. Este Código publica sus recomendaciones en diciembre del año 1992 y hace referencia fundamentalmente a dos temas: el consejo de administración y la confección de los informes financieros. Se trata de un código voluntario, aunque las empresas que cotizan en la Bolsa de Londres tienen la obligación de hacer público el cumplimiento o no de sus recomendaciones en sus informes anuales.

Al comité “Cadbury” le siguió el comité “Greenbury” en el año 1995. Las recomendaciones de este informe hacen referencia a la necesidad de mejorar la actuación de los consejeros y reforzar los sistemas contables. Para ello, se establecieron comisiones para analizar las remuneraciones, formadas por consejeros no ejecutivos independientes y se adoptaron medidas de rentabilidad para unir la evolución de la empresa con la rentabilidad.

En el año 1998, como resultado de la fusión de ambos comités surge el conocido “Informe Hampel”, que hace referencia al papel de los inversores institucionales de las sociedades. Este informe establece que “los consejeros, como miembros del consejo, son responsables de las relaciones con los accionistas”. A partir de este momento, en Inglaterra se publican diversos informes centrados en un desarrollo cada vez mayor y de vital importancia del gobierno corporativo. En el año 1998, Cadbury, Greenbury y Hampel se incorporaron al denominado “Código Combinado”. Posteriormente, en el año

2003, se publica el “Informe Higgs” y así se van sucediendo distintos informes hasta llegar al informe “The AIC Code of Corporate Governance”, redactado en octubre del año 2010.

Desde finales de los años noventa hasta el año 2001, a pesar de que Estados Unidos se encontraba en una fase previa de desaceleración ya antes de la guerra del Golfo Pérsico, el funcionamiento del capitalismo de Estados Unidos fue elegido como modelo por el resto del mundo. Este sistema se extendió progresivamente a la gestión de las empresas multinacionales europeas. Sin embargo, dicho modelo traerá consigo sucesivos escándalos y crisis económicas, que darán lugar a grandes quiebras, corrupción y crisis financieras. Ello traerá como respuesta la publicación de nuevos y numerosos informes de gobierno corporativo por parte del resto de los países del mundo entero. La relación causa-efecto de la crisis y la publicación en un corto periodo de tiempo de informes de gobierno corporativo parece evidente.

Con la crisis asiática del año 1997, Hong Kong y Japón publicaron también sus respectivos códigos, “Code of Best Practice” en el año 1999 (disponían de uno previo en el año 1989), y el informe denominado “Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance” en el mismo año de la crisis. Poco después, en el año 2001, se publica “The Code of Corporate Governance for Listed Companies in China”. La República Popular China ya empezó a ver entonces los beneficios de su política de transformación económica iniciada a finales de los años setenta, que hicieron que el país abandonara poco a poco los principios clásicos de la economía comunista y desarrollase una nueva economía de mercado.

Otros claros ejemplos de la relación directa entre crisis y códigos de gobierno corporativo son: la crisis Rusa del año 1998, con su consecuente creación del informe “The Russian Code of Corporate Conduct” en el año 2002. También, la crisis de Brasil en el año 1999 y la inmediata creación de su código en 2001 “Panorama de Governança Corporativa no Brasil: Report by McKinsey and Company and Korn/Ferry International”.

A nivel nacional, en el año 1997 el Gobierno español consideró necesaria la creación de una comisión especial, constituida por representantes de organismos públicos reguladores y expertos independientes de diferentes entornos económicos, con el objetivo de redactar un informe sobre la problemática de los consejos de administración en España. En el año 1998 se publicó el “Informe Olivencia”. Años más tarde, concretamente en 2003, este primer informe se completa con el “Informe Aldama”, hasta llegar a un código unificado en el año 2006.

Ante la diversidad de códigos existentes a nivel europeo, en septiembre de 2001 la Comisión Europea crea un “Grupo de expertos de alto nivel en Derecho de sociedades” presidido por Jaap Winter. Entre los objetivos de esta comisión se encontraba la elaboración de una serie de recomendaciones destinadas a crear un nuevo marco regulador sobre Derecho de sociedades en Europa. Entre otros asuntos, esta comisión trató el tema del gobierno de las sociedades cotizadas. El informe definitivo, que se presentó en noviembre del año 2002 (conocido como “Informe Winter”), incluía sesenta recomendaciones a tener en cuenta por la Unión Europea para elaborar un Plan de Acción de Derecho de Sociedades. En un futuro, todo ello se materializaría en una Recomendación Comunitaria única que debería ser seguida por todos los Estados miembros. Cada país tiene que elaborar un código específico de prácticas de buen gobierno que debe ser seguido por las sociedades cotizadas, o respecto del cual se explique cómo y por qué motivos sus prácticas de gobierno son diferentes.

Sin embargo, a principios del siglo XXI, el nuevo modelo de crecimiento capitalista norteamericano parece que esté fracasando desde el punto de vista económico debido a mayores niveles de paro, reducciones de salarios, etc. A partir de los años 2001 y 2002 tanto las grandes quiebras como los escándalos empresariales sirvieron para mostrar prácticas delictivas sistemáticas. Muchos académicos consideran que se trata de una situación similar al germen de lo que ocurrió al final de los años veinte y durante la crisis de los años treinta. De hecho, en los Estados Unidos se han promulgado nada menos que treinta y tres códigos de buen gobierno, veinticinco de ellos después del año 1997,

habiendo sido redactados por gobiernos u otros entes públicos y por comités creados “ad hoc” por Bolsas o asociaciones empresariales.

En el año 2002, en respuesta a los escándalos mundiales del momento: Enron, Worldcom, Global Crossing, Vivendi, Universal, Ahold, Parmalat... (sin olvidar la crisis de las .com un par de años antes), entró en vigor la Ley “Sarbanes-Oxley” en Estados Unidos. Se trata de la primera normativa obligatoria que regula el gobierno corporativo de las compañías que cotizan en bolsa. Esto es, todas las empresas que coticen en mercados bursátiles americanos deben cumplir los requisitos establecidos en dicha ley. La Ley establece nuevas obligaciones y responsabilidades de los administradores respecto a la información sobre las operaciones y la situación de la empresa, a la vez que dispone la regulación y supervisión gubernamental de las auditoras.

Actualmente, los marcos de referencia han evolucionado desde la Ley Sarbanes-Oxley (2002), consecuencia de la burbuja de finales de los años noventa, hasta la Dodd-Frank⁶ emitida en el año 2010. Una parte de esa normativa aún está pendiente de desarrollo por la Securities and Exchange Commission.

En definitiva, el Gobierno Corporativo queda plasmado a través de unos códigos particulares que desarrollan cada uno de los diferentes países⁷. Hasta el momento no ha sido posible la creación de un único código internacional, que sea capaz de contemplar recomendaciones lo bastante generales para englobar las distintas políticas de Gobierno Corporativo en las diferentes culturas. En la actualidad ya son alrededor de ochenta y dos países los que han desarrollado y publicado recomendaciones propias a las características de su país. Además, los emisores son diferentes dependiendo de cada país, a saber: de las bolsas de valores (cuando la iniciativa proviene del órgano de gobierno del mercado de valores: SEC, CNMV, etc.), del gobierno (cuando el emisor es el gobierno de la nación o uno de sus ministerios: Informe Olivencia en España, por ejemplo), de asociaciones de consejeros (como es el caso de la

⁶ Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Julio 2010.

⁷ http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php

Japan Corporate Governance Committee), de asociaciones de directivos (Institute of Directors - Proudly en la República Sudafricana o Comissão de Valores Mobiliários en Brasil), de asociaciones de profesionales (Hong Kong Society of Accountants) o de asociaciones de inversores (Investment and Financial Services Association Limited - Blue Book en Australia).

Sin embargo, a pesar de todas estas normativas internacionales, el problema de las crisis financieras no ha cambiado su tendencia. ¿Qué es lo que falla?, ¿por qué otros países no dan ya el paso de convertir sus códigos en leyes? Una de las posibles respuestas se encuentra en la tradición legal de cada país. Son muchas las investigaciones realizadas acerca de este tema. La Porta et al. (2000) argumentan que los códigos de buen gobierno están condicionados por el entorno legal e institucional de cada país y por la protección legal de que gozan los inversores y analizan sus diferencias (Weil et al., 2002; Reaz, Hossain, 2007; Taliento, 2007; Ferruz et al., 2010). Se trata de otorgar una mejor protección a los inversores de las empresas en aquellas naciones donde éstos gozan de menor cobertura legal. Los países enmarcados en el entorno de ley común u anglosajona ("common law countries") ofrecen una mejor protección legal que los países de tradición legal civil ("code law countries") (La Porta et al. 1998; La Porta et al. 2000). Por este motivo, estos últimos recogen un mayor número de medidas de buen gobierno que los correspondientes a los países de ley común (Zattoni, Cuomo 2008). Es evidente que los códigos redactados más recientemente procuran una mayor cobertura de los inversores que los códigos pioneros (ver Anexos 1 y 2).

Por todo lo expuesto anteriormente, la creciente aparición de códigos éticos guarda una estrecha relación con los drásticos cambios económicos sufridos a lo largo de los últimos años y a la evidente pérdida de ética empresarial. Mientras que el proceso de globalización genera una economía de oportunidades y la aparición de nuevos retos empresariales, también propicia amenazas relativas a la conducta de sus organizaciones, lo que hace necesario la regulación y control de las mismas.

1.4. La información contenida en los códigos de gobierno corporativo

En general, los informes de Gobierno Corporativo recogen los mejores principios y prácticas de buen Gobierno Corporativo y su aplicación práctica, relativas tanto a la estructura y funcionamiento de los órganos rectores de la compañía como a los compromisos y responsabilidades adquiridos con sus accionistas, consumidores, mercados y la sociedad, en general. Dependiendo de las características particulares de cada país y la experiencia empresarial de sus organizaciones, estos informes contienen diferente información. Sin embargo, la mayoría de los informes recogen los siguientes aspectos (Ferruz et al., 2010):

- El alcance del informe, es decir, si es de aplicación voluntaria u obligatoria, así como el grado de cumplimiento o no de las recomendaciones y su justificación. Se sigue de este modo el principio de “cumplir o explicar” cuando es de aplicación voluntaria. Este hecho se sigue en todos los países que tienen códigos de gobierno corporativo, salvo para el caso americano en el que hay algunos puntos obligatorios.
- El objeto del informe, es decir, cuales son las organizaciones a las que se dirigen las recomendaciones. En líneas generales, se trata de recomendaciones exigidas para empresas cotizadas en mercados de capitales. Una rara excepción es el “código Buysse” que se aplica en Bélgica a sociedades no cotizadas.
- Las principales funciones o responsabilidades asignadas a cada uno de los órganos del consejo de administración, entre las que destacan las actividades de supervisión.
- La composición del consejo de administración, reseñando el número de consejeros, si son independientes o no y si hay alguna diversidad de género.
- Las comisiones especiales, si las hubiera, de apoyo al consejo, tales como las de relación con los auditores externos, la comisión de

nombramiento de nuevos miembros, comisiones de estrategia y de remuneraciones, entre otras.

- Si existe o no dualidad entre el presidente y el director ejecutivo de la empresa y su justificación en cada uno de los casos. En algunos países se deja libertad de opción para cada empresa aunque en otros como son Reino Unido y Bélgica se exige la separación de cargos.
- La remuneración de cada uno de los miembros del consejo de administración así como su tipología. Es decir, que se tiene que explicar si la remuneración es fija o variable y si ésta se encuentra referenciada al valor de las acciones, a los resultados empresariales o a cualquier otra magnitud de la compañía.

Por otra parte, también es importante destacar que la información requerida en los informes de gobierno corporativo pueden seguir o no un formato homogéneo. En la mayoría de los países se aconseja informar sobre el buen gobierno pero no existe un formato a seguir. En Europa se estableció un formato según el Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC) en el año 2002, desarrollado por un grupo de trabajo en el Informe titulado "Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe". Este formato es el que sigue la regulación española en la actualidad.

En concreto, el artículo 116 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV) establece la obligatoriedad de hacer público cada año el informe de Gobierno Corporativo de las sociedades anónimas que cotizan en mercados de valores españoles, siendo la Comisión Nacional del Mercado de Valores el órgano regulador del contenido y estructura de dicho informe. En nuestro país, se establecen seis aspectos de carácter obligatorio que configuran el contenido mínimo del informe de gobierno corporativo para empresas cotizadas, que son:

- Estructura de propiedad de la sociedad: participaciones significativas, porcentajes de participación, partes vinculantes (porcentajes de participación o relación de índole familiar, contractual...), participación en el consejo, la

existencia de pactos parasociales (o acuerdos extraestatutarios), la autocartera y sus variaciones.

- Estructura de la administración de la sociedad: composición del consejo de administración, reglas de organización y su funcionamiento, identidad y remuneraciones de sus miembros, funciones, cargos asumidos, relaciones con la propiedad así como los procedimientos de selección y reelección, entre otros.

- Operaciones vinculadas de la sociedad con sus accionistas y sus administradores.

- Sistemas de control del riesgo de todo tipo: operativo, financiero, estratégico...

- Funcionamiento de la junta general de accionistas.

- Grado de seguimiento o no de las recomendaciones de gobierno Corporativo, justificando tales decisiones, lo que sigue el principio internacional de “cumplir o explicar” (“comply or explain”).

De este modo, el legislador ha dado libre autonomía a las sociedades a que sigan o no sus recomendaciones de Gobierno Corporativo pero sin embargo les exige que, si no lo hacen, justifiquen sus motivos. Al final, será el mercado el que valore el posicionamiento de cada empresa.

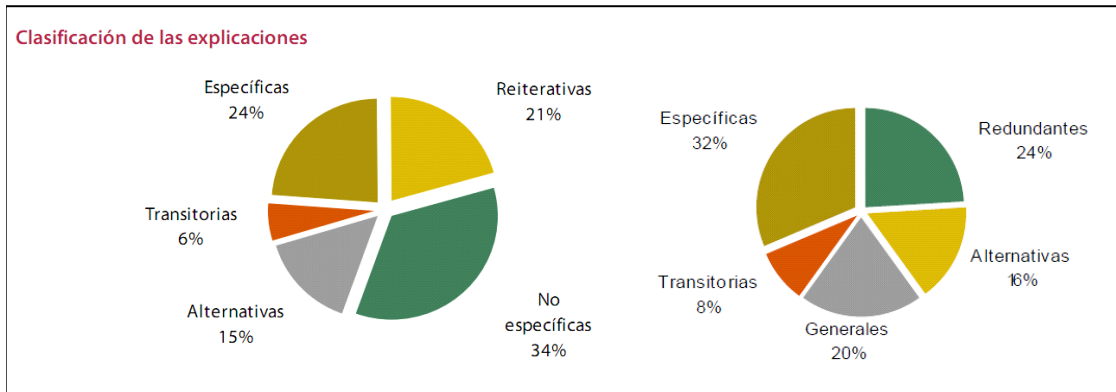
A finales de diciembre del año 2010, la CNMV publicó el Informe anual de gobierno corporativo del año 2009. Es un documento que resume la tendencia de presentación de las recomendaciones de gobierno corporativo, en cuanto a su estructura y funcionamiento, a partir de los informes de gobierno corporativo de las 156 sociedades que cotizan en las bolsas españolas, las 23 entidades emisoras de otros valores admitidos a negociación y las 43 cajas de ahorro emisoras de valores cotizados. Para ello, la CNMV controla el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado de Gobierno

Corporativo (CU Gobierno Corporativo) de nuestro país. Este documento se aprobó en el año 2006 para concretar en 58 recomendaciones sobre buen gobierno el contenido mínimo regulado en la LMV. En promedio, las sociedades cotizadas siguieron en un 77,3% (77,1% en el año 2008) las recomendaciones del CU Gobierno Corporativo, en un 9,5% las adaptaron de forma parcial y en el 13,2% de las recomendaciones no se siguieron. Hay que señalar que entre las recomendaciones menos cumplidas figura el régimen de aprobación y transparencia de las retribuciones de los consejeros. También es significativo que las explicaciones que justifican el no seguimiento de los preceptos del CU Gobierno Corporativo han disminuido en un 9% (hasta el 44%) del año 2008 al 2009.

La CNMV también publica un Informe anual de gobierno corporativo de las empresas del IBEX-35. En 2009 las sociedades del IBEX cumplen el 87,5% de las recomendaciones (un incremento del 2,6% respecto al año 2008) mientras que un 6,7% de las recomendaciones se siguen de forma parcial y un 5,8% no se cumplen. Al igual que para el Informe anual de gobierno corporativo de sociedades cotizadas, en general las recomendaciones que menos se cumplen son las relativas al régimen de aprobación y transparencia de las retribuciones de los consejeros. También es reseñable que, a pesar del entorno actual de crisis económica, solo el 35,4% de las empresas identifican los riesgos que les han afectado.

En líneas generales, aunque se mejora el grado de seguimiento del gobierno corporativo en nuestro país, la CNMV considera deseable que se eleve el nivel de transparencia sobre algunas materias de gobierno corporativo. Ello se debe a que el porcentaje de explicaciones redundantes (señalan el incumplimiento pero no aclaran los motivos) es superior en las sociedades cotizadas españolas que en las principales entidades europeas y es superior en las sociedades que cotizan en el IBEX que en el resto de sociedades cotizadas en general (ver Gráfico 1).

Gráfico 1. Clasificación de las explicaciones de las empresas



Fuente: Informe anual de gobierno corporativo empresas IBEX/sociedades cotizadas año 2009

La Unión Europea, a través de la Recomendación de la Comisión Europea de 30 de abril del año 2009, sobre el sistema de remuneración de los consejeros de las empresas que cotizan en bolsa, propone la actualización de los códigos de Gobierno Corporativo de sus países miembros. A finales de ese año, nuestro país hizo pública una propuesta de actualización del Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas. Aunque algunos requisitos europeos están recogidos como obligatorios en la legislación nacional (por ejemplo: el artículo 130 de la LSA exige la autorización de la Junta general para los sistemas retributivos basados en acciones), se plantea la modificación de algunas recomendaciones del Código Unificado de gobierno corporativo, todavía en fase de consulta.

A nivel Europeo el debate sobre el gobierno corporativo ha seguido vigente en el año 2010 y continua en los años siguientes, primero a través de la publicación del libro verde de la Comisión Europea sobre el gobierno corporativo de las instituciones financieras⁸ y, posteriormente, mediante un segundo documento similar, que la Comisión presenta con propuestas para las sociedades cotizadas.

⁸ Corporate governance in financial institutions and remuneration policies, Brussels, 2.6.2010, COM (2010) 284 final.

A partir de diferentes informes en proceso de análisis y reflexión (OCDE⁹, sobre las lecciones aprendidas de la crisis, el IOSCO¹⁰ y el de Riskmetrics¹¹), que describen el mapa regulatorio europeo sobre el gobierno corporativo, Europa está manteniendo un intenso debate en torno a la eficacia de los códigos y la necesidad de reforzar el sistema basado en el principio de “cumplir o explicar” (“comply or explain”).

A continuación, resaltamos los aspectos más relevantes del informe de seguimiento¹² dirigido al Parlamento, al Consejo y a diversos Comités europeos por parte de la Comisión Europea:

- Los Estados que han adoptado la Recomendación, lo han hecho mayoritariamente a través de sus Códigos de Gobierno Corporativo. Ocho Estados entre los que se encuentran países como España, Italia y Reino Unido, están todavía trabajando en propuestas legislativas y/o en la revisión de sus Códigos.

- En diez Estados ya se han adoptado al menos la mitad de las medidas recomendadas, pero sólo una minoría de estas han implantado la mayoría de las medidas.

- Las recomendaciones sobre retribuciones variables, tienen mucho mayor grado de implantación que las relativas al Comité de remuneraciones.

- La aplicación de las disposiciones sobre divulgación de información y

⁹ Corporate Governance and Financial Crisis: Key Findings and main messages (OECD), junio 2009. Y (i) “Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis”, febrero 2009, (ii) “Corporate Governance and the Financial Crisis: Key findings and main messages”, junio 2009, and (iii) “Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles” (febrero 2010).

¹⁰ IOSCO.Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities (febrero 2010). Disponible en: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD317.pdf>

¹¹ Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States, septiembre 2009.

¹² Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Report on the application by Member States of the EU of the Commission 2009/385/EC Recommendation (2009 Recommendation on directors’ remuneration) complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies (mayo 2010).

voto de los accionistas, ya recogidas en la Recomendación de 2004, se ha incrementado de manera significativa en los últimos años. No obstante, en relación con el voto de los accionistas existen diferencias sobre su objeto y carácter (vinculante o no), así como sobre las posibles consecuencias de un voto consultivo desfavorable.

- La mayoría de los Estados miembros recomiendan o exigen que la remuneración variable esté vinculada a criterios de rendimiento (“performance”). Sin embargo, no todas las medidas adoptadas por los Estados estipulan explícitamente que estos criterios sean predeterminados y medibles.

CAPITULO 2. EL NIVEL DE GOBIERNO CORPORATIVO Y LA RENTABILIDAD EMPRESARIAL

2.1. El gobierno corporativo y la creación de valor

El gobierno corporativo contempla a los consejos de administración como el mecanismo de control interno necesario ante los conflictos de intereses subyacentes entre accionistas y directivos. Por lo tanto, las características de dichos consejos son claves para configurar el nivel de “cultura de gobierno corporativo”. Todo ello está enmarcado dentro de la teoría de la agencia, que establece el estudio de las relaciones contractuales entre los accionistas (“principal”) y los directivos (“agentes”) y los conflictos existentes entre los mismos.

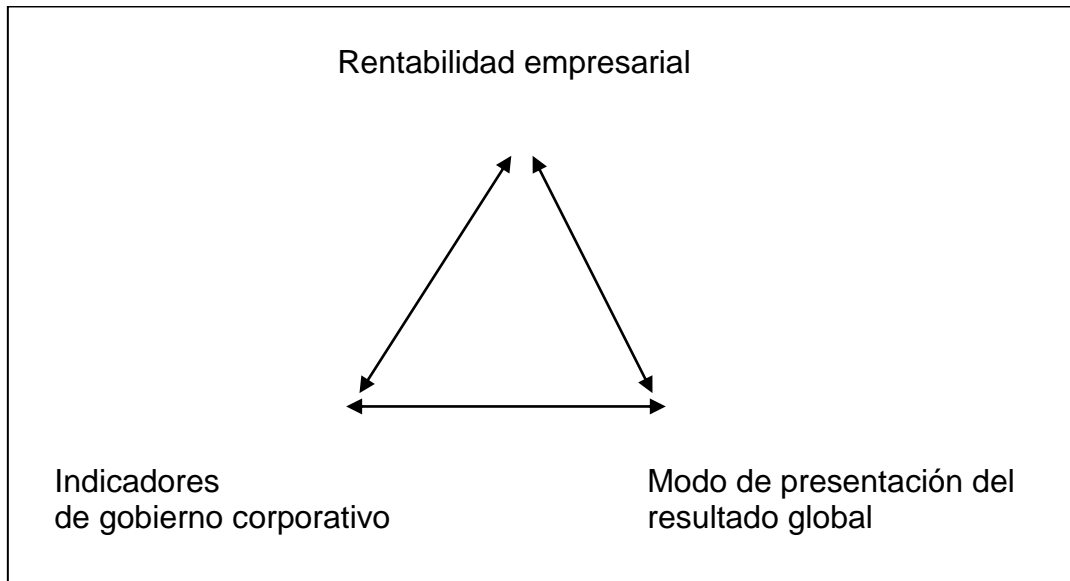
En la literatura se suele medir el nivel “cultura de gobierno corporativo” a través de un indicador compuesto por ciertas características que debe tener un consejo de administración, siendo muy diversos los indicadores que se utilizan para ello (Gompers et al. 2003; Klapper, Love 2004; Beiner, Drobetz, Schmid, Zimmermann 2006; Brown, Caylor 2006; Campa, Donnelly, 2011, entre otros).

En esta investigación se seleccionan para la creación de un indicador de gobierno corporativo que mida el “el nivel de cultura de gobierno corporativo”, características propias de los consejos de administración, como son: el tamaño, el número de consejeros independientes, la dualidad, el número de reuniones y la remuneración de los consejeros. Únicamente se contemplan estas variables y no otras, por ser reflejo de las características propias (intrínsecas) de los directivos del consejo de administración de las empresas. Se consideran características ajenas a un directivo variables tales como la estructura de propiedad de una compañía, su comité de auditoría, las medidas internas de supervisión u otras variables que son utilizadas en otros muchos estudios (Fernández, Arrondo 2007, Agrawal, Knoeber 1996).

Desde otro punto de vista, como se estudia con más profundidad en el capítulo 3, las características que presenta un consejo de administración en materia de gobierno corporativo, como su tamaño, el número de consejeros independientes y otras, tienen relación con la información voluntaria divulgada, siendo numerosas las investigaciones que relacionan el gobierno corporativo y la revelación voluntaria de información (Forker 1992; McKinnon, Dalimunthe 1993; Hill 1999; Gómez-Mejía et al. 2001; Ho, Wong 2001; Chung, Gray 2002; Haniffa, Cooke 2002; Eng, Mak 2003; Gul, Leung 2004; Makhija, Patton 2004; Ajinkya et al. 2005; Arcay, Vazquez 2005; Barako et al. 2006; Cheng, Courtenay 2006; Cerbioni, Parbonetti 2007; Lim et al. 2007; Markarian et al. 2007; Patelli, Prencipe 2007; Donnelly, Mulcahy 2008; Dimitrov, Jain 2011; Hidalgo et al. 2011; Lo, Wong 2011; Parng, Fu 2011; Rouf 2011). En principio, un elevado nivel de “cultura de gobierno corporativo” en la empresa será reflejo de un gobierno corporativo eficaz, el cual reforzará el control interno de la empresa, divulgando un mayor volumen de información con el fin de reducir los problemas derivados de comportamientos oportunistas y de la existencia de informaciones asimétricas (Gallego et al 2009). En consecuencia, el modo de presentación de la información contable será reflejo del nivel de transparencia y del grado de divulgación de la información por parte de la empresa (Bamber 2010).

Ambos aspectos utilizados por los investigadores para el estudio del gobierno corporativo: su relación con los resultados y su impacto en la transparencia informativa, constituyen los fundamentos de esta investigación. Unas buenas políticas de gobierno corporativo llevadas a cabo por los directivos de las empresas, junto con una mayor transparencia informativa, pudiera impactar de manera positiva en los resultados, logrando así la obtención del objetivo último de las empresas de creación de valor (Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1. Visión del flujo de creación de valor



Fuente: Elaboración propia

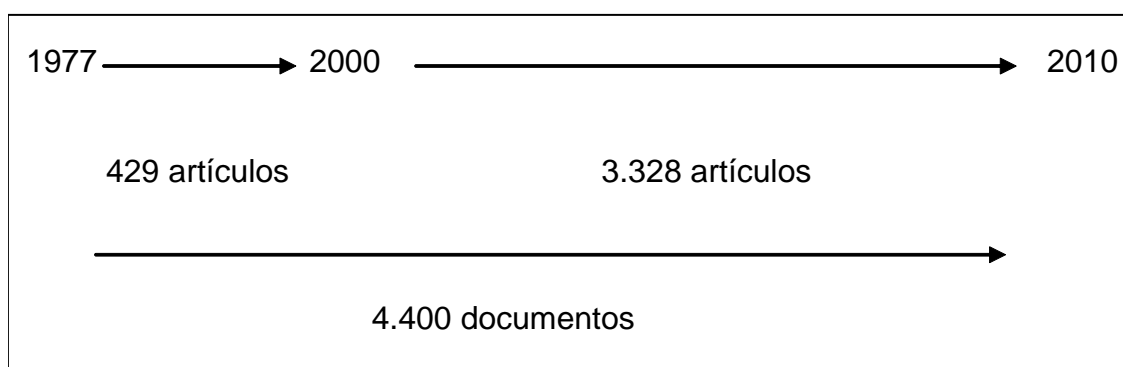
Los problemas de agencia existentes entre los accionistas y directivos podrían ser minimizados utilizando dos estrategias: mejores resultados empresariales por un lado (Agrawal, Knoeber 1996) y mayor transparencia de información (Healy 2001) por el otro. Para ello, es necesario el estudio de la relación existente entre el nivel de “cultura de gobierno corporativo” con la rentabilidad empresarial, por un lado, y la introducción del modo de presentación del resultado global, como medida de la transparencia informativa por el otro.

En este capítulo se analiza a continuación el impacto que tiene el “nivel de cultura corporativa” en los resultados de las empresas. Se tienen en cuenta varias medidas de la rentabilidad empresarial para analizar cuál de ellas está más estrechamente ligada al “nivel de cultura” de gobierno corporativo de la empresas. Se trata de analizar si a mayor nivel de “cultura corporativa”, mayores resultados empresariales.

2.2. Análisis de la literatura sobre las variables que componen el índice de gobierno corporativo

En un marco de globalización de los negocios como el actual, de la existencia de muchas recomendaciones éticas y poca legislación efectiva y escándalos financieros a nivel mundial, las investigaciones realizadas acerca del gobierno corporativo están tomando un gran interés. Los estudios acerca del gobierno corporativo son numerosos y de aplicación a diversas materias. Así, tomando como referencia la base de datos académica más importante del mundo (Richart-Ramón 2011) (“Web of Knowledge”), elaborada por el “Information Science Institute” (ISI), se obtiene que desde el año 1977 hasta el año 2010 existen más de 4.000 documentos (entre artículos, libros...) sobre el gobierno corporativo (“Corporate Governance”). Es tan patente el gran interés que tienen los investigadores en esta materia¹³ en los últimos años que, como se observa en el gráfico, hasta el año 2000 sólo existen 429 artículos frente a los 3.328 restantes entre los años 2000 y 2010 (ver Gráfico 2.2.1).

Gráfico 2.2.1. Número de publicaciones sobre “Corporate Governance” en ISI a nivel mundial (1977-2010)

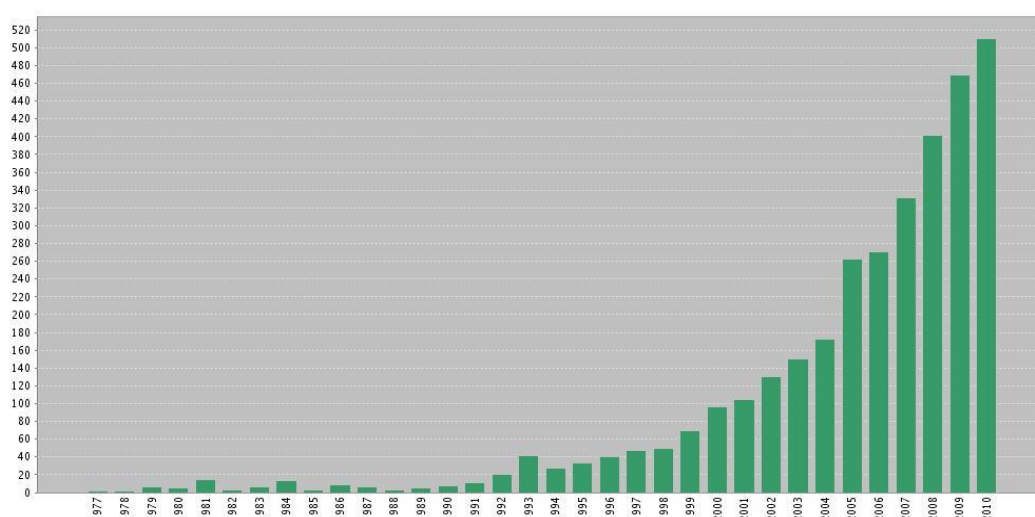


Fuente: Elaboración propia

¹³Búsqueda realizada en la web of Knowledge del término: “Corporate Governance” byTopic hasta el año 2010, consultado el 1 de diciembre de 2011.

Las primeras investigaciones sobre el gobierno corporativo se realizaron en Estados Unidos en la década de los años setenta (Estes 1977; Sommer 1977). Desde entonces este país se convertirá en el referente mundial en este tema. Hoy en día el número de publicaciones por parte de Estados Unidos representa el 47% del total sobre los 78 países que publican acerca de este tema. Este es uno de los motivos por los que nuestro estudio empírico se lleva a cabo con una muestra de empresas norteamericanas. No será hasta el año 1991 cuando aparezcan publicaciones de investigadores no estadounidenses, tales como Wilkes, Samuels (1991) en el Reino Unido.

Gráfico 2.2.2. Evolución en el número de publicaciones sobre “Corporate Governance” en ISI a nivel mundial (1977-2010)



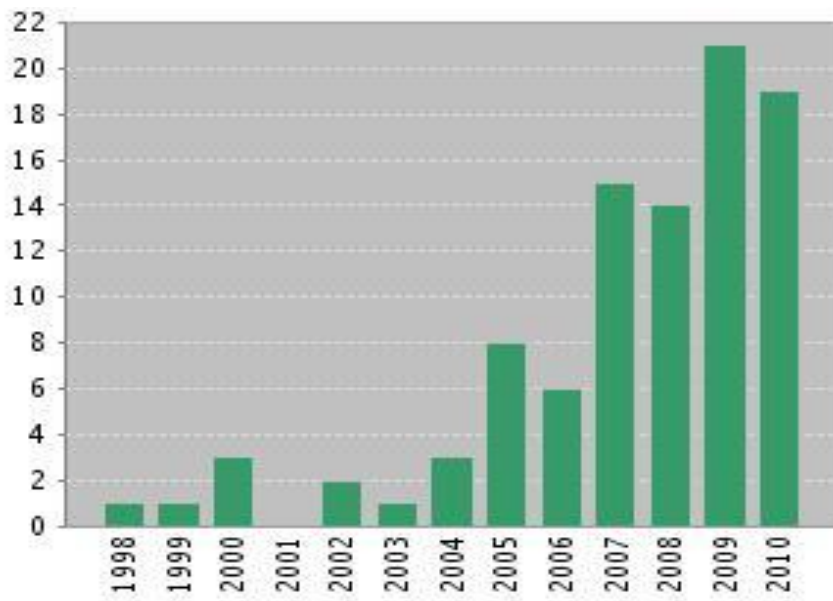
Fuente: Web of Knowledge¹⁴

Actualmente España se encuentra en la novena posición con respecto al resto de los países en número de publicaciones. El total de artículos publicados acerca de la materia hasta el año 2010 asciende a noventa y cuatro. Al igual que en el resto de los países, los “picos” de mayor crecimiento (concretamente

¹⁴ Búsqueda realizada del término “Corporate Governance” a fecha 31 de diciembre de 2011.

para el caso Español, son los años 2000, 2005, 2009 y 2011)¹⁵ han sido resultado de la influencia significativa que han producido las publicaciones de los códigos de gobierno corporativo por parte de los países y su relación con ciertos acontecimientos del momento, tal y como se justificó en el apartado 1.3.

Gráfico 2.2.3. Evolución en el número de publicaciones sobre el término “Corporate Governance” en ISI en España (1997-2010)



1998	1	2005	8
1999	1	2006	6
2000	3	2007	15
2002	2	2008	14
2003	1	2009	21
2004	3	2010	19

Fuente: Web of Knowledge¹⁶

¹⁵El crecimiento del año 2000 es consecuencia de la publicación del Código Olivencia en España en el año 1998, el pico del año 2005 consecuencia de la publicación de la ley Sarbanes Oxley en Estados Unidos en el año 2002 y la publicación del informe Aldama en España en el año 2003 y por último el elevado crecimiento en los años 2009 y 2011 es claramente significativo de la importancia hoy en día de investigar sobre el gobierno corporativo.

¹⁶ Búsqueda realizada del término “Corporate Governance” by Topic en España a fecha 31 de diciembre de 2011.

Debido a la gran existencia de estudios sobre esta materia es necesario realizar una revisión bibliográfica acotada y centrada en las variables más representativas de políticas de gobierno corporativo y en una selección de medidas de rentabilidad empresarial concretas.

El Consejo de administración es uno de los principales instrumentos que los accionistas usan para controlar a los directivos de las empresas (Fama, Jensen 1983). Por lo tanto, las características de dichos consejos son claves para medir el nivel de “cultura organizativa” de las mismas. En épocas de crisis el Consejo de administración incluso adquiere mayor relevancia que en épocas de bonanza (Lorsch, MacIver 1989; Daily, Dalton 1994; Daily 1996; Chatterjee, Harrison 2001). Las variables del consejo de administración más utilizadas son las siguientes:

-El tamaño del consejo, medido por el número total de consejeros.

-El número de consejeros independientes¹⁷ que señala la eficacia del Consejo de administración relacionada directamente con el grado de independencia del mismo.

-La dualidad del poder del director general (“CEO”) y el presidente (“Chairman”) del consejo de administración, es decir, si el director general es también el presidente de la empresa o no.

-La efectividad del consejo, medida por el número de reuniones realizadas por el consejo administración durante un ejercicio económico. De hecho, se ha demostrado empíricamente que la frecuencia de reuniones está inversamente relacionada con el valor de la empresa (Vafeas 1999).

¹⁷ En España nos encontramos con la existencia de diferentes figuras tales como los consejeros ejecutivos aquellos que realizan la gestión diaria de las operaciones, la figura de los consejeros Dominicales, aquellos que representan los intereses de accionistas mayoritarios, los consejeros independientes que velan por los intereses de los accionistas minoritarios y los consejeros externos.

-La remuneración de los directivos, que puede medirse bien por la retribución media anual de los directivos del consejo de administración, o por la remuneración total anual de todo el consejo.

Existen otros indicadores extrínsecos a las características propias de los miembros de un consejo de administración. Estas son, por ejemplo, la estructura de la propiedad (“ownership”), la cual se subdivide en indicadores tales como: la concentración de la propiedad (grandes accionistas y accionistas minoritarios), la identidad del propietario (inversores institucionales, persona física o grupo familiar) y la participación accionarial de los gestores (consejeros y directivos). Sin embargo, estos indicadores son muy difíciles de objetivar, ya que están condicionados por el país de origen de la empresa: Demsetz, Lehn (1985) para Estados Unidos; Prowse (1992) para Reino Unido y Galve, Salas (1993), (1994) para España). Otros indicadores adicionales son los sistemas de control interno de la alta dirección, difíciles de conseguir desde el exterior de las compañías o las comisiones de auditoría externa, que también se consideran ajenas a las características de los consejos de administración.

Por lo tanto, teniendo en cuenta la revisión de la literatura y apoyándonos en variables objetivas y propias (intrínsecas) de los consejos de administración, se propone el estudio de los siguientes indicadores del gobierno corporativo:

1. El tamaño del Consejo.
2. El número de consejeros independientes.
3. La dualidad del Director (“CEO”) vs Presidente (“Chairman”) del consejo de administración de las compañías.
4. La efectividad del Consejo o número de reuniones del consejo y
5. La remuneración de los directivos.

2.3. Definiciones de resultados empresariales utilizadas

Antes de profundizar en la relación entre los cinco indicadores del gobierno corporativo con su impacto en el resultado contable (“financial performance”), es necesario concretar las definiciones de dicho concepto. El resultado empresarial (“performance”) mide el impacto que las actuaciones de la dirección de la empresa tienen en su riqueza (Capon et al. 1990). Sin embargo, no existe un acuerdo en la literatura sobre una medida concreta del mismo.

Los artículos académicos analizados utilizan varios tipos de medidas del resultado empresarial:

- a) Resultados contables procedentes de los estados financieros: medidas tradicionales basadas en la contabilidad de la empresa como el resultado contable, el resultado de explotación, el resultado antes de intereses, impuestos y amortizaciones. También se utilizan medidas de rentabilidad basada en ratios de cifras contables tales como la rentabilidad de los activos (ROA), rentabilidad sobre los accionistas (ROE), rentabilidad sobre la inversión (ROI)¹⁸... (Dalton et al. 1999; Alix Valenti et al. 2011 entre otros).
- b) Resultados del mercado: tales como ganancias por acción (“Price earning ratio”) (PER), el valor de mercado en libros (PB value), la Q de Tobin...(De Andres et al. 2005; Guest 2009; entre otros).
- c) Otros resultados: recientemente se están utilizando medidas tales como el valor económico agregado (EVA) o el valor agregado de mercado (MVA) (Coles et al. 2001). Con la utilización de estas medidas del “performance” de las empresas se intenta evitar las críticas realizadas a los resultados contables y/o a los resultados de mercado.

Para analizar el impacto que el gobierno corporativo tiene en los resultados de la empresa y siguiendo la literatura consultada, utilizaremos

¹⁸ “ROA”(Return on assets), “ROE” (Return on equity), “ROI” (Return on equity).

como medidas de rentabilidad, por un lado, los ratios de rentabilidad empresarial: rentabilidad de los activos (“return on assets” (ROA) y rentabilidad sobre los accionistas (“return on equity”) (ROE) y por el otro, el concepto de resultado contable (“botton-line”), es decir, el resultado contable como saldo de la cuenta de pérdidas y ganancias de la empresa. Nuestra intención es analizar si los indicadores del gobierno corporativo anteriormente seleccionados tienen algún impacto en su “perfomance”. Obviamente, a la empresa le interesa obtener beneficios como forma de justificar su continuidad en el mercado.

Teniendo en cuenta todo lo expuesto anteriormente sobre el gobierno corporativo y su impacto en los resultados empresariales, se propone la siguiente hipótesis:

Hipótesis 1a: Las empresas que tienen un elevado nivel de “cultura corporativa”, muestran mejores resultados empresariales.

2.4. Análisis de la literatura sobre el impacto de las variables que componen el indicador de gobierno corporativo en el resultado empresarial

El concepto de gobierno corporativo ha sido estudiado ampliamente durante esta última década y, en concreto, existen trabajos que analizan el efecto de algunas características del consejo de administración en el resultado de la empresa (Richart-Ramón et al. 2011). Algunos estudios señalan que no existe evidencia significativa entre ciertas características del consejo de administración de las empresas y la rentabilidad empresarial (“performance”). Otros señalan que existe relación positiva, mientras que otro conjunto de estudios reconocen una relación negativa.

En una primera fase se ha delimitado la investigación, llevando a cabo una revisión de la literatura en la base de datos (“Web of Knowledge”) del (“Information Science Institute” (ISI)). La búsqueda se ha realizado

seleccionando la opción: “Social Sciences Citation Index (SSCI) --1956-present”, mediante “by Topic” de los siguientes conceptos: “Board size” and “financial performance”; “Board composition” and “financial performance; “CEO duality and “financial performance; “Board effectiveness” and “financial performance” y “CEO compensation” and “financial performance”¹⁹. Se han seleccionado estos conceptos por ser los más utilizados por la literatura.

Del resultado de esta búsqueda se han encontrado 199 artículos que relacionan alguno de estos indicadores de gobierno corporativo con el resultado contable a fecha 15 de junio del año 2011. A continuación, se ha realizado un segundo filtro, en el que se ha leído el abstract de los artículos y se han seleccionado aquellos que cubrían el objetivo de nuestro análisis. Se han escogido sólo aquellos que utilizan como indicador del resultado contable las variables de: resultado neto (net income / earnings / operating results or botton line result), el ratio de rentabilidad de los activos (ROA) y el ratio de rentabilidad de los accionistas (ROE). En total son 44 artículos los que relacionan los resultados contables (“financial performance”) con el gobierno corporativo.

En los siguientes epígrafes se revisan los estudios que relacionan las diferentes variables de gobierno corporativo con el resultado empresarial. Únicamente se contemplan las cinco variables del consejo de administración y no otras, por ser reflejo de las características intrínsecas de los directivos.

2.4.1. El indicador del tamaño del consejo y su impacto en los resultados empresariales

La dimensión del consejo, medida por el número de consejeros, puede influir en la eficiencia supervisora del principal órgano de decisiones de una

¹⁹ Otra alternativa podría ser la búsqueda de “Corporate governance” and “financial performance” 209 artículos resultantes a fecha 15 de septiembre de 2011, pero dicha búsqueda no arroja artículos significativos y concisos como los realizados en nuestro estudio.

empresa. Por un lado, un tamaño elevado del consejo podría ser beneficioso porque al haber más consejeros, habría una mayor variedad de opiniones y podría conllevar un incremento de la capacidad de supervisión del mismo (Pearce, Zahra 1992; Yermack 1996; Guest 2009). Estas circunstancias incluso podrían conducir a una mayor rentabilidad empresarial (Dalton et al. 1999; Dalton, Dalton 2005). Por otro lado, un tamaño elevado podría suponer un impedimento para la toma de decisiones de forma rápida y eficiente en el seno de este órgano. Esto puede deberse al hecho de que podrían aparecer problemas de coordinación e información (Pfeffer 1972; O'Reilly, Caldwell, Barnett 1989; Lipton, Lorsch 1992; Jensen 1993). De hecho, investigadores del campo de la psicología han encontrado que los grandes grupos frecuentemente sufren de una disfunción de las responsabilidades o improductividad social, que genera una pobre contribución al resultado tanto en esfuerzo como en calidad (Latene et al. 1979, Janis 1989). Otros investigadores consideran que los beneficios resultantes de los grandes consejos se compensan por los costes incrementales de una potencial comunicación pobre (Jensen 1993; O'Connell, Cramer 2010).

Analizando la literatura, la relación que ha recibido más atención entre el gobierno corporativo y el resultado de la empresa es la del tamaño del consejo (Huse 2000). Sin embargo, los resultados encontrados son muy dispares (Dalton et al. 1998; Dalton et al. 1999; Dalton, Dalton 2011). Diversas investigaciones tratan de estimar el número óptimo de directores de un consejo para que sea eficiente (Fernández et al. 1997). Se considera como óptimo un consejo donde participen de entre siete a nueve consejeros (Lipton, Lorsch 1992; Jensen 1993). Además ciertos estudios consideran que cuando el número de consejeros está comprendido entre cuatro y diez, (considerado como tamaño óptimo), el impacto con los resultados es negativo y cuando el número es mayor que diez dicha relación desaparece (Yermack 1996).

Dado que los resultados obtenidos en la literatura son diversos y no concluyentes, se delimita la investigación realizando una revisión de la literatura tal y como se expuso anteriormente. Se obtiene un total de 11

estudios que relacionan el tamaño del consejo con los resultados empresariales (“performance”) (ver Tabla 2.4.1).

Tabla 2.4.1. Estudios empíricos que relacionan el tamaño del consejo y los resultados empresariales.

AUTORES	AÑO	RDO	ROA	ROE	PAIS
Judge, Zeithaml	1992		(-)		EEUU
Pearce, Zahra	1992	(+) ²⁰	(+)	(+)	EEUU
Eisenberg et al.	1998		(-)		Finlandia
Dalton et al.	1999		(+)	(+)	Meta análisis
Kiel, Nicholson	2003		(-ns) ²¹		Australia
Haniffa, Hudaib	2006		(+)		Malasia
Elsayed	2007		(+ns)		Egipto
Jackling, Johl	2009		(+)		India
Christensen et al.	2010		(-)		Australia
Huang	2010		(+)	(+)	Taiwán
O’Connell, Cramer	2010		(-)		Irlanda

Fuente: Web of Knowledge²².

De los resultados obtenidos, se observa como en los últimos años la relación entre ambas variables despierta un gran interés entre los investigadores. Todos los estudios utilizan la rentabilidad sobre los activos (ROA) como medida del resultado, aunque en dos de ellos se complementa con la rentabilidad sobre los accionistas (ROE) y solo en un estudio (Pearce,

²⁰ Net profit margin

²¹ Esta investigación obtiene una relación no significativa. Sin embargo utilizando como medida de mercado la Q de Tobin sus resultados son significativos y positivos.

²² De la búsqueda realizada a fecha 31 de diciembre de 2011, en la “Web of Knowledge” (by Topic) de los conceptos: “Board size” and “financial performance”, se encuentran un total de 12 artículos. Se excluye el artículo de Hillman et al. (2011) por no analizar el tema de estudio en cuestión.

Zahra 1992) se utiliza el resultado del ejercicio de la cuenta de pérdidas y ganancias adicionalmente.

Del total de estudios analizados sobre el tamaño del consejo de administración y los resultados empresariales encontrados en la base de datos (“web of knowledge”), se observa que existen cuatro estudios con una relación negativa frente a cinco que encuentran una relación positiva (tres de ellos además utilizan otras medidas de rentabilidad simultáneamente). Por lo tanto hay que señalar que los resultados no son concluyentes. Hay que destacar también el meta análisis de Dalton en el año 1999, en el que utiliza una muestra de 27 estudios y medidas tanto de mercado como contables (ROA, ROE y ROS) y sus resultados encuentran una relación igualmente positiva. En función de estos resultados, se plantea la siguiente hipótesis:

Hipótesis 1b₁: Las empresas que tienen un mayor tamaño del consejo, muestran mejores resultados empresariales.

2.4.2. El indicador del número de consejeros independientes del consejo y su impacto en los resultados empresariales

El número de consejeros independientes en el consejo de dirección de una empresa es un indicador importante para el gobierno corporativo, ya que la habilidad y capacidad de controlar responsablemente una empresa está relacionada con el número de miembros independientes (Dalton et al. 2007; Fogel, Geier 2007; Dalton, Dalton 2011). Se consideran independientes²³

²³ La consideración de independencia se establece de manera diferente según el país objeto de estudio. “Aunque las reglas americanas no establecen indicaciones sobre las funciones del consejo, sí que incluyen alguna recomendación relativa al papel de los consejeros independientes. Se establece que las compañías cotizadas deberán tener mayoría de consejeros independientes, ya que es un modo de incrementar la calidad del consejo y disminuir la posibilidad de conflictos de intereses. Para ello, se establecen algunas pautas para determinar cuándo se puede considerar que un agente es independiente o no. Por su parte, los Principios de la National Association of Corporate Directors (NACD de 2008) asumen que las compañías cotizadas americanas poseen una mayoría de consejeros independientes, por lo que no realizan ninguna recomendación a este respecto” (Ferruz et al., 2010). Para el caso

aquellos directores que no son empleados o directivos de la empresa y que, por tanto, no están afiliados a la misma (Bhagat et al. 2008).

Desde una perspectiva de agencia, los consejeros independientes pueden dirigir mejor la empresa porque adoptan medidas objetivas con la situación de la empresa, ya que no están relacionados directamente con ella. Además, toman decisiones basándose en su experiencia y en sus conocimientos (Mace, 1986). En consejos en los que existe una supremacía de miembros internos pueden existir factores que condicionen la transferencia de riqueza desde los accionistas hacia los directivos (Fama 1980). Por eso, la existencia de miembros externos a la empresa en los consejos de dirección es un mecanismo de control interno. Incluso hay investigaciones que señalan que cuantos más consejeros externos haya, más revelación de información existe (Cheng, Courtenay 2006).

Por otra parte, cabe señalar que el indicador anterior, el tamaño del consejo, y su independencia están muy relacionados, ya que cuanto mayor es el tamaño del consejo, mayor es el número de directores independientes (Matolcsy et al. 2004). De hecho hay investigaciones que encuentran una relación positiva entre ambos indicadores (Denis, Sarin 1999; Lim, Matolcsy, Chow 2007) y otras que han justificado una relación entre el tamaño del consejo y el de la compañía (Denis, Sarin 1999; Gul, Leung 2004).

En la base de datos utilizada se han encontrado 15 estudios que relacionan el número de consejeros independientes y los resultados empresariales (ver Tabla 2.4.2). Nueve han sido descartados por no tratar del tema en cuestión, resultando un total de seis estudios. Todos ellos encuentran

español, en la composición de los consejos se distingue entre consejeros ejecutivos y consejeros externos. Son consejeros ejecutivos aquellos profesionales que forman parte del equipo directivo de la empresa. Por el contrario, se consideran consejeros externos a todos aquellos que no forman parte del equipo directivo de la compañía. Los consejeros externos se clasifican en dominicales e independientes. Los consejeros dominicales son aquellos que poseen una participación accionarial significativa o que han sido designados por su condición de accionistas, aunque su participación accionarial no alcance el mínimo requerido. Los consejeros independientes son asignados teniendo en cuenta sus características personales y profesionales con el objetivo de aportar sus conocimientos a la dirección de la empresa.

una relación significativa estadísticamente y positiva (tres para el ROA y dos para el ROE) y solo en uno de ellos no encuentra relación existente para el ROA como medida de rentabilidad empresarial, el de Haniffa, Hudaib (2006).

Tabla 2.4.2. Estudios empíricos que relacionan el número de consejeros independientes y los resultados empresariales.

AUTORES	AÑO	RDO	ROA	ROE	PAÍS
Peng	2004			(+)	China
Haniffa, Hudaib	2006		(-ns)		Malasia
Luan, Tang	2007			(+)	Taiwán
McDonald et al.	2008		(+)		EEUU
Jackling, Johl	2009		(+)		India
O'Connell, Cramer	2010		(+)		Irlanda

Fuente: Web of Knowledge²⁴.

Por otra parte, existen ciertos meta análisis en la base de datos del ISI que son de interés. Estos estudios relacionan la composición del consejo de administración y los resultados empresariales: Dalton et al. (1998); Wagner, Steimpert, Fubara (1998); Rhoades et al. (2000), (2001); Dalton et al. (2003); Deutsch (2005); DeRue et al. (2009); Dalton, Dalton (2011). El meta análisis de Dalton en el año 1998 analiza 54 estudios, no encontrando relación entre ambas variables. Sin embargo, posteriormente, en el año 2000 el meta análisis de Rhoades et al. (2001), muestra que los resultados sugieren una “pequeña” relación positiva. En línea a los resultados obtenidos en ISI y a los resultados mencionados en estos estudios, se plantea la siguiente hipótesis:

²⁴ De la búsqueda realizada a fecha 31 de diciembre de 2011, en la “Web of Knowledge” (by Topic) de los conceptos: “Board composition” and “financial performance”, se encuentran un total de 15 artículos. Se excluyen los siguientes artículos: Core et al. (1999); Coles et al. (2001); George et al. (2001); Seifert et al. (2003); Hillman (2005); Certo et al. (2006); Premuroso, Bhattacharya (2007); Carter et al. (2010); Ho et al. (2011) por no tratar el estudio en cuestión.

Hipótesis 1b₂: Las empresas que tienen un porcentaje mayor de consejeros independientes, muestran mejores resultados empresariales.

2.4.3. El indicador de la dualidad del director vs presidente del consejo y su impacto en los resultados empresariales

Otro indicador significativo en el gobierno corporativo es el papel que tienen el director del consejo de la empresa (“CEO”) y su presidente (“Chairman”). Uno de los aspectos más analizado es la dualidad, es decir, la elección de que la dirección y la presidencia se concentren o no en una misma persona. No se ha llegado a un consenso en las opiniones a favor y en contra de esta práctica, ya que tanto la acumulación como la separación de cargos cuentan con ventajas e inconvenientes. La opción más recomendada tanto en el (Informe Cadbury 1992) como en diversos estudios es que la estructura de liderazgo de la empresa se asigne a diferentes personas, es decir, que el director (“CEO”) sea una persona diferente al presidente (“Chairman”) (Boyd 1995; Dahya et al. 2009; DeRue et al. 2009; Dey et al. 2010). Se trata de evitar que una sola persona acumule excesivo poder en la empresa. De hecho, desde el enfoque de la teoría de la agencia, la falta de independencia del líder empresarial hace más complicada la dirección correcta de la empresa (Jensen 1993). Por este motivo, en algunos códigos de buen gobierno se destaca que en el caso de que coincidan ambos cargos en una misma persona, se deberá adoptar medidas cautelares, tales como el nombramiento de un consejero independiente que actúe como coordinador y evaluador.

Una de las críticas más importantes que se le realiza a la Ley Americana de gobierno corporativo (“Ley Sabarnes-Oxley”) es la omisión de la separación entre el director (“CEO”) y el presidente (“Chairman”) y la diferencia en sus funciones (Green 2004), si bien el 80% de las empresas americanas mantienen esa dualidad (Marisetty, 2011).

Sin embargo, los resultados sobre la conveniencia o no de la dualidad en los resultados no son concluyentes (Finkelstein, Daveni 1994; Baliga et al.1996;

Dalton et al. 2007; Faleye 2007; Dahya et al 2009; Dey et al. 2010). Algunos estudios concluyen que la dualidad entre ambos puede ser contraproducente y podría no conseguir los resultados deseados (Faleye 2007; Dahya et al. 2009). Por otro lado, algunos trabajos de investigación constatan que no hay relación significativa, ni positiva ni negativa (Daily, Dalton 1997). Y otros estudios demuestran que en períodos de resultados positivos es preferible la separación entre el director (“CEO”) y el presidente (“Chairman”) y que en períodos de baja rentabilidad es más conveniente la dualidad en una misma persona, ya que existe una mayor unidad directiva y un mayor liderazgo deseado (Finkelstein, Daveni 1994).

La Tabla 2.4.3 muestra que todos los estudios empíricos que relacionan la dualidad del consejo con los resultados se han realizado a partir del siglo XXI, un total de 8 en la base de datos del ISI. Los resultados muestran una relación negativa en las dos últimas investigaciones Tuggle et al. (2010) y Christensen et al. (2010) con el ROE, mientras que en años anteriores, dos de ellos obtienen una relación positiva únicamente con el ROA y el resto obtienen una ausencia de relación.

Tabla 2.4.3. Estudios empíricos que relacionan la dualidad en el consejo y los resultados

AUTORES	AÑO	RDO	ROA	ROE	PAÍS
Kiel, Nicholson	2003		(ns)		Australia
Haniffa, Hudaib	2006		(ns)		Malasia
Feng et al.	2007		(+)		Internacional ²⁵
Elsayed	2007		(+)	(-ns)	Egipto
Tuggle et al.	2010		(ns)	(-)	EEUU
Christensen et al.	2010		(-)	(-)	Australia

Fuente: Web of Knowledge²⁶

²⁵ Real Estate Investment Trusts (REITs), utilizando varios países.

²⁶ De la búsqueda realizada a fecha 31 de diciembre de 2011, en la “Web of Knowledge” (by Topic) de los conceptos: “CEO Duality” and “financial performance”, se encuentran un total de 8

En la totalidad de los estudios analizados se establece que la existencia de dualidad se da cuando el CEO=Chairman (Duality=1), luego la obtención de resultados negativos revelan la preferencia de una ausencia de dualidad o independencia entre las partes²⁷.

Se han realizado dos revisiones de la literatura Daily (2002), Finegold et al. (2007) y tres meta análisis utilizando esta variable y su implicación en los resultados: Dalton et al. (1998), Rhoades et al. (2001) y Dalton et al. (2002). Los meta análisis muestran una ausencia de relación, a excepción de Rhoades et al. (2001) que encuentra relación, pero su signo depende del contexto de cada una de las investigaciones.

Tanto el informe Cadbury (1992) como diversos autores recomiendan que la estructura de liderazgo de la empresa se asigne a diferentes personas (Boyd 1995; Dahya et al. 2009; DeRue et al. 2009; Dey et al. 2010). La falta de independencia del líder empresarial hace más complicada la dirección correcta de la empresa (Jensen 1993). En esta misma línea se establece la siguiente hipótesis:

Hipótesis 1b₃: Las empresas en las que el director (“CEO”) y el presidente (“Chairman”) del consejo de administración son distinta persona (ausencia de dualidad), muestran mejores resultados empresariales.

artículos. Se excluyen el artículo de Peng (2004) por no tratar del tema en cuestión y Coles et al. (2001) por no ajustarse al objetivo buscado en esta investigación.

²⁷ En esta investigación se considera que la existencia de dualidad se da cuando el CEO=Chairman. Sin embargo otorgamos valor “0” cuando esto ocurre y “1” en caso contrario. La obtención de resultados positivos en esta investigación revela la preferencia por los directivos de ausencia de dualidad o independencia entre las parte CEO≠Chairman (Duality=1).

2.4.4. El indicador el número de reuniones y su impacto en los resultados empresariales

La efectividad del consejo se mide en la literatura como el número de reuniones del consejo de administración de una empresa durante un período de tiempo determinado. Se trata de una manera objetiva de medir la actividad del consejo que, de otro modo, no podría cuantificarse. De hecho, uno de los principales factores de esa efectividad es la independencia de los directivos (Hermalin, Weisbach 1998). Otros autores señalan que, aunque se reúnan, uno de sus principales problemas es la falta de tiempo para realizar sus obligaciones (Lipton, Lorsch 1992). De igual modo, algunos autores sugieren como variable de la efectividad del consejo el tiempo que duran las reuniones del consejo²⁸ (Conger et al. 1998).

Desde otro punto de vista, las reuniones de los consejos no son consideradas necesariamente útiles porque el tiempo que utilizan los consejeros no significa que sea productivo. Lo importante es que sean capaces de solucionar los problemas (Jensen 1993). Las reuniones de los consejos sirven como un dispositivo de reajuste en las empresas más que una medida proactiva de mejora del gobierno de una empresa. Sin embargo, esta relación no está clara, ya que la relación coste de los consejos (tiempo, gastos de viaje, retribuciones a los consejeros) y el beneficio (decisiones que toman para establecer estrategias, solucionar problemas y controlar la gestión) no es evidente (Vafeas 1999).

Se han encontrado dos artículos empíricos en la base de datos utilizada, pero no son relevantes para esta investigación. McDonald et al. (2008) que no trata el tema en cuestión y Payne et al. (2009) que para medir la efectividad de los consejos de administración no utiliza el número de reuniones como variable de interés. Evidentemente se requiere de más estudios para poder realizar alguna afirmación.

²⁸ Variable no usada en esta investigación por no disponer de esta información.

Existen otras investigaciones, ajenas a esta búsqueda acotada en la base de datos del ISI, que demuestran empíricamente que la frecuencia de las reuniones es inversamente proporcional al valor de la empresa (Vafeas 1999). En este estudio, se utiliza una muestra de 350 empresas de Estados Unidos durante el periodo 1990-1994. Del mismo modo tampoco se encuentra una relación significativa entre el número de reuniones y la rentabilidad sobre los accionistas (ROE) (Brick, Chidambaran 2010) para una muestra también estadounidense entre los años 1999 y 2005.

La ley Sarbanes-Oxley plantea en su texto una pregunta al respecto, a si una regulación acerca del número de reuniones produce algún beneficio en el valor de la empresas. Hermalin, Weibach (2006) consideran que ello supone un coste y unas consecuencias no deseadas.

En esta línea, planteamos la siguiente hipótesis:

Hipótesis 1b₄: Las empresas que convocan pocas reuniones entres sus directivos, muestran mejores resultados empresariales.

2.4.5. El indicador de la remuneración del consejo y su impacto en los resultados empresariales

Uno de los principales componentes de la teoría de la agencia es la relación entre el agente principal (directivos) que dirige el negocio en nombre de los propietarios/accionistas de la empresa (Coombs, Gilley 2005). A menudo los propietarios encuentran dificultades para controlar las acciones del director general. Por eso se sugiere que la remuneración de estos últimos esté relacionada con los resultados contables para que, de este modo, se les anime a maximizar el valor de la empresa con su propia generación de riqueza. Cuando la remuneración se relaciona con los resultados contables, los costes de agencia se minimizan (Coombs, Gilley 2005). Sin embargo, el tamaño de la empresa condiciona más de un 40% la variación del pago del presidente

(perspectiva usada bajo la teoría de la agencia), mientras que los resultados contables solo afectan un 5% en dicha remuneración (Tosi et al. 2000).

Los estudios que relacionan la remuneración del consejo con los resultados empresariales en la “web of knowledge” son los siguientes (ver Tabla 2.4.5)

Tabla 2.4.5. Estudios empíricos que relacionan la remuneración del consejo y los resultados empresariales

AUTORES	AÑO	RDO	ROA	ROE	PAÍS
Core et al.	1999		(-)		EEUU
Pennathur, Shelor	2002	(ns) ²⁹			EEUU
Coombs, Gilley	2005		(+)		EEUU
Bassem	2009		(+ns)		Internacional ³⁰
Gu, Kim	2009	(ns) ³¹	(ns)		EEUU
Fong et al.	2010		(+)		EEUU

Fuente: Web of Knowledge³².

En total, la base de datos utilizada muestra 17 estudios que relacionan la remuneración del consejo directivo con los resultados empresariales, de los cuales once han sido descartados por no tratar el tema en cuestión. La mayoría de los estudios utilizan el ROA, ninguno de ellos utiliza el ROE y solo en dos, se utiliza el resultado contable como medida de la rentabilidad empresarial. Los

²⁹ Medida del resultado: “Net Income”.

³⁰ Microfinance sector, around the world.

³¹ Medida del resultado: “Profit margin”.

³² De la búsqueda realizada a fecha 31 de diciembre de 2011, en la “Web of Knowledge” (by Topic) de los conceptos: “CEO Compensation” and “financial performance”, se encuentran un total de 18 artículos. Se excluyen los artículos de: Coles et al. (2001); Combs, Skill (2003); Davila, Venkatachalam (2004); Certo et al. (2006); He (2008); Berrone, Gomez-Mejia (2009); Bodolica, Spraggon (2009); Gerhart et al. (2009); Schiehl, Bellavance (2009); Ederhof (2010); Hillman et al. (2011) por no tratar del tema en cuestión o no ajustarse al objeto de estudio.

resultados muestran una relación positiva en tres de ellos, aunque en uno no es significativa. Únicamente en uno de ellos se muestra una relación negativa entre la remuneración y la rentabilidad empresarial.

Según los resultados obtenidos se plantea la siguiente hipótesis:

Hipótesis 1b₅: Las empresas cuyos directivos son mejor remunerados muestran mejores resultados empresariales.

En líneas generales las principales conclusiones de la revisión de la literatura son las siguientes:

1) Existe un creciente interés en analizar el impacto que los indicadores del gobierno corporativo tienen en los resultados de las empresas, ya que la investigación sobre el tema ha crecido mucho en los últimos años. A partir del año 2001, los estudios empíricos del gobierno corporativo son muy numerosos. Si bien el mayor número de estudios empíricos son los que relacionan los resultados empresariales (“performance”) con las remuneraciones de los directivos.

2) La principal variable de resultados que se utiliza para analizar el impacto en los resultados de una empresa es el ROA, frente al ROE u otros resultados empresariales. Muchos estudios señalan que son más significativas estadísticamente las relaciones entre los indicadores del gobierno corporativo con variables de mercado (Dalton, Dalton 2011). Por este motivo, en este estudio se propone el análisis del impacto de los indicadores del gobierno corporativo en el resultado global, una medida del esfuerzo de creación riqueza patrimonial durante un período de tiempo concreto, asimilable al valor de mercado. Sin embargo, existen diferentes formatos de presentación del resultado global. Se requieren de estudios para analizar si la forma de presentación de los resultados afecta al gobierno corporativo y por ende a los resultados.

3) Las relaciones entre las variables del gobierno corporativo y los resultados empresariales no son concluyentes. Se requieren más estudios empíricos para poder llegar a generalizar afirmaciones particulares. De hecho, la mayoría de las investigaciones que se han realizado sobre la relación entre las políticas de gobierno corporativo y la remuneración utilizan datos de Estados Unidos con metodologías muy diferentes.

La revisión de la literatura realizada ha servido para acotar la gran cantidad de bibliografía existente sobre el gobierno corporativo, elaborar las hipótesis de trabajo y analizar el impacto de las características de los consejos de administración en los resultados empresariales (en el ROA, ROE y otros). Todo ello nos servirá en nuestro estudio para elaborar un modelo que analice la relación entre el “nivel de gobierno corporativo” y la rentabilidad empresarial, utilizando el resultado global como medida más adecuada frente a las alternativas utilizadas, por ser el valor que más se acerca a la realidad empresarial. En el siguiente capítulo se expondrá la revisión de la literatura acerca de la relación entre el gobierno corporativo y la transparencia informativa. De este modo se elaborarán las hipótesis de trabajo correspondientes y se establecerán unos modelos más completos que contemplen tanto las variables de gobierno corporativo como la transparencia informativa y el impacto que ambas tienen en los resultados.

CAPITULO 3. EL NIVEL DE GOBIERNO CORPORATIVO Y LA TRANSPARENCIA CONTABLE COMO MEDIDA DE CREACION DE VALOR

3.1. La ética y la transparencia

La compleja realidad de la sociedad actual en general y de las empresas en particular requiere una interrelación entre la actuación de las entidades jurídicas y el entorno en el que se desarrollan. Como respuesta a esta necesidad, la responsabilidad social empresarial (RSE) recuerda la importancia de los valores éticos o morales y la necesidad de aplicarlos a todos los agentes (“stakeholders”) con las que interactúan las organizaciones. De este modo, la transparencia se convierte en un requisito fundamental de la responsabilidad social corporativa y la necesidad de la misma lleva aparejada una mayor revelación de información. Esto es debido a que “la transparencia es un requisito fundamental de la responsabilidad social corporativa, y también de la contabilidad empresarial, que debe reflejar la imagen fiel del patrimonio, la situación financiera y los resultados, teniendo la contabilidad la responsabilidad de ser el registro de todos los aspectos en que las organizaciones generan valor” (Méndez 2005).

En un entorno dinámico y rápido como el actual, teoría y práctica de la información contable van a la par y evolucionan a medida que surgen las necesidades. Dentro de las utilidades de la contabilidad es clave el suministro de información para la adopción de decisiones (Tua 2004). Además, la necesidad de financiarse en unos mercados de capitales cada vez más sofisticados y complejos obliga a las empresas a facilitar una cantidad de información superior a la que implica el mero cumplimiento de las obligaciones legales en materia de información contable (Trombetta 2002). Por ello la contabilidad se concibe como un importante sistema de información cuyo objetivo principal es que esa información sea útil para la adopción de decisiones a una pluralidad de usuarios interesados en la evolución de las empresas. Cada vez es más importante la toma de decisiones coherentes pero,

también es más difícil, debido a la existencia de un entorno cada vez más competitivo, amplio, global y cambiante.

Bajo el enfoque ético de la teoría de contabilidad (Hendriksen 1974) los procedimientos contables deben ser justos y equitativos para todas las partes interesadas. Los informes financieros deben presentar una declaración verdadera y exacta sin falsear los hechos acaecidos en la empresa. Los datos contables deben ser equitativos, insesgados e imparciales, sin servir a intereses especiales. Todo ello debe realizarse junto con la posibilidad de modificaciones según las condiciones y aplicando la uniformidad siempre que ello sea posible (Scott 1941). “Los estados contables no deben prepararse con objeto de satisfacer a persona o grupo determinado alguno en detrimento de otros” (Hendriksen 1974), y “los informes de contabilidad deben revelar aquello que sea necesario para que no resulten engañosos” (Moonitz 1961).

La lógica del libre mercado a nivel mundial no excluye que se propicien leyes y normas que promuevan los valores de justicia, verdad y equidad, puesto que generan un valor agregado para acercarse a una realidad más compleja en continua evolución. Si el único objetivo de los responsables de dirigir las empresas fuese incrementar el valor empresarial (medido en términos de resultados), entonces las reglas propuestas no tendrían naturaleza ética, sino técnica, lo que significaría un materialismo extremo. De este modo, la manera en que los estados financieros se muestran debe ser lo primero, el reflejo de la ética-contable de las empresas para, posteriormente, aportar su utilidad en función de las necesidades de las partes interesadas en su evolución, ayudando a la correcta toma de decisiones.

En este siglo se está dando un paso más hacia la evolución de los conceptos que engloben y reflejen valores más ajustados de las compañías siguiendo los preceptos de las normativas y recomendaciones contables. Se busca la maximización del valor de las mismas y su flexibilidad para adaptarse a los mercados de capitales y es el enfoque de la ética el que debiera seguirse para el proceso de unificación contable en el que nos encontramos. De hecho, el organismo encargado de la formación y educación del IASB, el

International Accounting Education Standard Board (IAESB), ha revisado recientemente su normativa para adaptar la ética a los negocios en general y a la contabilidad en particular. Se trata de la International Education Standard (IES) 4, Initial Professional Development-Professional Values, Ethics, and Attitudes³³.

3.2. El gobierno corporativo, la transparencia informativa y los resultados empresariales

La ética empresarial se sustenta en la veracidad y confianza entre las diferentes partes interesadas en una empresa. Para que exista esa confianza, se han establecido unas normas de buen gobierno corporativo. Entre esas normas destaca el hecho de que la empresa debe ser transparente y presentar toda la información requerida por todas las partes interesadas en la misma. Por lo tanto, y en teoría, un mayor nivel de “cultura corporativa”, mediante la implantación de políticas de gobierno corporativo más eficientes, exige una mayor cantidad y calidad en la presentación de la información (Bujaki, McConomy 2002; Karamanou, Vafeas 2005).

La teoría de la agencia justifica que las diferentes partes interesadas de las empresas reciban toda la información necesaria para tomar sus decisiones. De hecho, los problemas de agencia existentes pueden ser minimizados o reducidos, por un lado, mejorando el nivel de “cultura de gobierno corporativo” mediante el control de mecanismos internos como los relativos a la composición del consejo de administración (Cerbioni, Parbonetti 2007; Baek et al. 2009), teniendo un consejo de administración más eficaz (Willekens et al. 2005), y, por el otro, favoreciendo la transparencia de las organizaciones, a través de una mayor divulgación de la información (Fernández-Rodríguez et al. 2004).

³³ Más información en: <http://www.ifac.org/news-events/2012-07/iaesb-proposed-revised-standard-professional-values-ethics-and-attitudes>.

Jensen y Meckling (1976) proporcionan un marco de análisis donde establecen una vinculación complementaria o sustitutiva entre las prácticas de divulgación de información de las empresas y sus mecanismos internos de gobierno corporativo. Como mecanismo complementario, un consejo de administración más eficaz – definido por un tamaño moderado, activo e independiente (Jensen, 1993) – supone una mayor cantidad de prácticas divulgativas (Willekens et al., 2005). Esto se debe a que, principalmente, dicho proceso provoca un incremento de la reputación externa de sus consejeros (Gallego, 2009). Sin embargo, como mecanismo sustitutivo, se argumenta que estas mismas características pueden dar mayor confianza a los accionistas ya que se garantiza una cobertura más efectiva de sus intereses. En este sentido, los usuarios externos no valorarían excesivamente la divulgación de un gran volumen de información por parte de la empresa sino la emisión de información puntual al mercado. En definitiva, en función de una u otra vinculación, la eficacia del gobierno corporativo provocará, respectivamente, un mayor o menor volumen de información divulgado a los “stakeholders”.

Las investigaciones que relacionan el gobierno corporativo y la revelación voluntaria de información son bastante numerosas, sobre todo en la primera década del siglo XXI (Gómez-Mejía et al. 2001; Ho, Wong 2001; Chung, Gray, 2002; Haniffa, Cooke 2002; Eng, Mak 2003; Gul, Leung 2004; Makhija, Patton 2004; Ajinkya et al. 2005; Arcay, Vazquez 2005; Barako, Hancock, Izan 2006; Cheng, Courtenay 2006; Cerbioni, Parbonetti 2007; Lim et al. 2007; Markarian et al. 2007; Patelli, Prencipe 2007; Donnelly, Mulcahy 2008; Dimitrov, Jain 2011; Hidalgo et al. 2011; Lo, Wong 2011; Parng, Fu 2011; Rouf 2011). A pesar de que los resultados son muy diversos, en general, las investigaciones justifican que empresas con buenos resultados empresariales son aquellas más propensas a la revelación voluntaria de información (Meek et al. 1995; Karim 1996; Samir 2003; Lim et al. 2007; Apostolos et al. 2009). En otras palabras, empresas con alta rentabilidad suelen comunicar al mercado su superioridad en resultados frente a otras compañías, revelando mayor información en sus informes anuales (Cooke 1989; Wallace et al., 1994).

Dicha relación entre el gobierno corporativo y la revelación voluntaria de

información también se cumple a la inversa, es decir, una mayor divulgación voluntaria de información provoca un aumento del precio de las acciones de la compañía en el mercado, incrementando la rentabilidad de las mismas (Healy et al. 1999), y consecuentemente mejorando sus rentabilidades futuras (Gelb, Zarowin 2002). Esto permite plantear que a mayor transparencia informativa, mayor rentabilidad empresarial.

Teniendo en cuenta lo anteriormente expuesto en este apartado, se plantea la siguiente hipótesis:

Hipótesis 2a: Las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y a su vez un elevado nivel de “cultura corporativa”, muestran mejores resultados empresariales.

Debido a la gran variedad de artículos que relacionan la transparencia informativa, el gobierno corporativo y la rentabilidad empresarial, se hace necesaria acotar la información a una búsqueda bibliográfica que relacione cada una de las variables de gobierno corporativo con la revelación voluntaria de la información. De manera similar a la realizada en el capítulo 2, usando la base de datos académica más importante del mundo (“web of knowledge”) (Richart-Ramón 2011) elaborada por el “Information Science Institute” (ISI), se realiza una búsqueda de la literatura seleccionando la opción: “Social Sciences Citation Index (SSCI) --1956-present”, mediante “by Topic” de los siguientes conceptos: “Board size” and “Voluntary disclosure”; “Board composition” and “Voluntary disclosure”; “CEO duality and “Voluntary disclosure”; “Board effectiveness” and “Voluntary disclosure” y “CEO compensation” and “Voluntary disclosure”. Del resultado de esta búsqueda se han encontrado 10 artículos que relacionan los indicadores de gobierno corporativo con la revelación voluntaria de información (“Voluntary disclosure”) a fecha 21 de junio del año 2012.

En los siguientes epígrafes se analizarán los estudios existentes entre la revelación voluntaria de información con cada una de las variables de gobierno corporativo seleccionadas y su relación con los resultados empresariales.

3.2.1. Estudios sobre la revelación voluntaria de información y el tamaño del consejo de administración.

Hay diversos estudios que relacionan el tamaño del consejo de administración y la cantidad de información revelada: Yermack (1996), Eisenberg et al. (1998) y Andres et al. (2005), entre otros. En ellos se ha contrastado que la presencia de un mayor número de consejeros, como consecuencia del incremento de los problemas de agencia, se traduce en una menor eficacia del consejo sobre el control de la gestión. Esta reducción de la eficacia podría conllevar a una menor predisposición a divulgar información sobre las actuaciones empresariales realizadas por la empresa. Este comportamiento puede ser debido a la ausencia de mecanismos de control adecuados o bien a la necesidad de ocultar malas noticias, o noticias no tan óptimas, a los accionistas. Por otra parte, la complejidad del control de la gestión y de la veracidad de la información, entre ellas la financiera, exige un número considerable de consejeros con la experiencia y formación necesaria para realizar correctamente tales funciones de monitorización. En este sentido, una mejor monitorización se traduciría en la divulgación de mayores volúmenes de información.

Existen estudios que encuentran igualmente una relación positiva entre el tamaño del consejo y la revelación voluntaria de información (Lim et al. 2007; Mangena, Tauringana 2007). Otras en cambio obtienen una relación estadísticamente significativa aunque negativa (Cerbioni, Parbonetti 2007; Parng 2011) y otras muchas muestran una ausencia de relación entre tamaño del Consejo de Administración y la divulgación de información (Karamanou, Vafeas 2005; Cheng, Courtenay 2006).

Puesto que los resultados obtenidos en la literatura son diversos, se completa la investigación realizando una revisión de la literatura en "ISI". Se obtiene una única investigación que relaciona el tamaño del consejo y la revelación voluntaria de información (ver Tabla 3.2.1).

Tabla 3.2.1. Estudios sobre la revelación voluntaria de información y el tamaño del consejo en ISI

AUTORES	AÑO	T.C.	Dualidad	ROA	PAIS
Rouf	2011	+	+	(-)	Bangladesh

Rouf (2011) analiza una muestra de 120 empresas no financieras cotizadas en Bangladesh en el año 2007. Se obtiene una relación positiva y significativa estadísticamente entre el tamaño del consejo y el indicador creado de revelación de información (0.065*), al igual que ocurre con la dualidad y con el comité de auditoría. Sin embargo, obtiene una relación negativa con el porcentaje de propiedad y la rentabilidad ROA, y una ausencia de relación con el porcentaje de consejeros independientes, activos y ventas.

Llegados a este punto, puesto que la revelación voluntaria de información y el tamaño del consejo tienen una clara relación con los resultados empresariales, se plantea la siguiente hipótesis:

Hipótesis 2b₁: Las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y a su vez tienen un mayor tamaño del consejo, muestran mejores resultados empresariales.

3.2.2. Estudios acerca de la revelación voluntaria de información y el número de consejeros independientes.

Un consejo de administración independiente se concibe como un mecanismo esencial para controlar las acciones de los gestores y asegurar la consecución de los objetivos de los accionistas (Fama, Jensen 1983; Agrawal, Knoeber, 1996). Además, los consejeros externos o no-ejecutivos son los miembros del consejo que se encuentran más interesados en garantizar el comportamiento adecuado de la entidad y el cumplimiento de los objetivos

establecidos. Dentro del consejo de administración, estos consejeros son los que más incentivos tienen para incrementar la calidad y cantidad de información divulgada ya que directamente repercute en su experiencia y reputación (Fama, Jensen 1983). Por otra parte, el nivel de independencia, generalmente, suele relacionarse con la proporción de los consejeros externos presentes en el Consejo, si bien la evidencia empírica demuestra que dicha presencia no garantiza por sí misma una mayor eficacia (Hermalin, Weisbach 1991; Baliga et al. 1996; Kren, Kerr 1997; Hanniffa, Cooke, 2005). Su éxito reside, de acuerdo con la Teoría de la Organización, en el saber-hacer de los consejeros externos (Useem 1993; Westphal, Milton 2000).

La estructura y composición del consejo de administración es un factor clave utilizado por las compañías para lograr reducir los problemas de agencia existentes en las mismas (Patelli, Prencipe 2007) y en concreto, el número de consejeros independientes es una de las características de gobierno corporativo más utilizadas por las empresas para ello (Brickley, James 1987; Weisbach 1988; Kosnik 1990; Lee et al. 1992; Bushee, Noe 2000; Erhardt et al. 2003). Los consejeros externos son necesarios en los consejos para dirigir y controlar a los directivos de las compañías evitando comportamientos oportunistas y velando por los intereses de los accionistas (Ros, Terry 2000).

Son numerosas las investigaciones que demuestran que un mayor número de consejeros independientes provoca una mayor divulgación voluntaria de información (Adams, Hossain 1998; Chen, Jaggi 2000; Chung, Gray 2002; Hanniffa, Cooke 2002; Nasir, Abdullah 2005; Arcay, Vazquez 2005; Cheng, Courtenay 2006; Cerbioni, Parbonetti 2007; Lim et al. 2007; Mangena, Taurigana 2007; Patelli, Prencipe 2007; Li et al. 2008; Aktaruddin et al. 2009; Obeua 2009, entre otros). En el meta-análisis de García-Meca, Sánchez-Ballesta (2010) se analizan 27 investigaciones y los resultados muestran una relación positiva entre ambas variables para aquellos países con amplios derechos de protección al inversor. Por otro lado, existen autores que encuentran una relación negativa (Eng, Mak 2003; Gul, Leung 2004; Hanniffa, Cooke 2005; Barako et al. 2006) y otros una ausencia de relación entre las mismas (Forker 1992; Ho, Wong 2001; Hanniffa, Cooke 2002; Leung, Horwitz

2004; Lakhai 2005; Mangena, Pike 2005; Brammer, Pavelin 2006; Hossain, Reaz 2007; Matolcsy et al. 2012 y otros).

De la búsqueda realizada en la base de datos (“web of knowledge”), se obtienen seis investigaciones que relacionan el número de consejeros independientes y la revelación voluntaria de información, de los cuales uno ha sido eliminado por no tratar del tema en cuestión (Ver Tabla 3.2.2).

Tabla 3.2.2. Estudios sobre la revelación voluntaria de información y el número de consejeros independientes.

AUTORES	AÑO	TC	I	D	R	ROA	ROE	ROI	Rdo. contable	PAIS
Lim et al.	2007	+	+	*	*	+	*	*	*	Austral
Patelli, Prencipe	2007	*	+	*	*	*	*	ns	*	Italia
Donnelly, Mulcahy	2008	ns	+	ns	*	*	ns	*	*	Irlanda
Hidalgo et al.	2011	+	ns	ns	*	*	*	*	ns	México
Lo, Wong	2011	*	+	*	(-)	*	(-)	*	*	China

(ns): variable no significativa (*): Variable no utilizada en el análisis. TC: tamaño del consejo. D: dualidad. R: remuneración de los directivos.

Fuente: Web of Knowledge³⁴.

Analizando cronológicamente los artículos, los resultados del estudio de Lim et al. (2007) muestran, mediante una muestra de 181 empresas australianas en el periodo (1999-2001), que la relación entre la revelación voluntaria de información y el número de consejeros independientes es

³⁴ De la búsqueda realizada a fecha 31 de diciembre de 2011, en la “Web of Knowledge” (by Topic) de los conceptos: “Board composition” and “Voluntary disclosure”, se encuentran un total de 6 artículos. Se excluye el artículo de Parng, Fu (2011) por no tratar del tema en cuestión.

estadísticamente significativa y positiva, al igual que para el tamaño del consejo, y la rentabilidad medida por el ROA. En el artículo de Patelli, Prencipe (2007) se analiza la revelación voluntaria de información en relación con el porcentaje de consejeros independientes en 175 empresas no financieras que cotizan en Italia, las cuales se caracterizan por una mayoría de accionistas mayoritarios; los resultados muestran una relación estadísticamente significativa y positiva. Donnelly, Mulcahy (2008) no encuentran relación alguna en una muestra de empresas irlandesas. Hidalgo et al. (2011) obtiene una relación estadísticamente significativa y positiva entre el tamaño, la independencia del consejo de administración y la revelación de información del capital intelectual, para una muestra de 100 empresas cotizadas en la bolsa de México durante el periodo (2005-2007). Lo, Wong (2011) obtiene resultados significativos y positivos entre la independencia y la revelación voluntaria de información para una muestra de 498 empresas chinas en el periodo 2004 y 2005.

Del total de estudios analizados sobre la revelación voluntaria de información y el número de consejeros independientes, se obtiene que, de los artículos que obtienen resultados significativos estadísticamente, un 100% de los mismos son positivos. Y puesto que un elevado número de consejeros independientes conduce a un mejor control de la empresa, maximizando el valor de la misma (Bueno et al. 2004), se plantea la siguiente hipótesis:

Hipótesis 2b₂: Las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y a su vez tienen un porcentaje mayor de consejeros independientes, muestran mejores resultados empresariales.

3.2.3. Estudios sobre la revelación voluntaria de información y la estructura de liderazgo: la dualidad.

Otro indicador significativo en el gobierno corporativo es el papel que tiene el director del consejo de la empresa (“CEO”), así como su presidente

("Chairman"). Uno de los aspectos más analizado es la dualidad del director, es decir, la elección de que tanto la dirección como la presidencia se concentren o no en una misma persona. La opción más recomendada tanto en el Informe Cadbury (1992) como en diversos estudios es que la estructura de liderazgo de la empresa se asigne a diferentes personas, es decir, siendo el director ("CEO") una persona diferente al presidente ("Chairman") (Boyd 1995; Dahya et al. 2009; DeRue et al. 2009; Dey et al. 2010). De hecho, desde el enfoque de la teoría de la agencia, la falta de independencia del líder empresarial hace más complicada la dirección correcta de la empresa (Jensen 1993).

Existe evidencia empírica que sostiene que aquellas empresas cuyos presidentes actúan a su vez como directores ejecutivos, tienden a revelar menor nivel de información voluntaria (Forker 1992; Gul, Leung 2004; Cerbioni, Parbonetti 2007), mientras que otras investigaciones no encuentran relación alguna entre las variables (Ho, Wong 2001; Cheng, Courtenay 2006; Donnelly, Mulcahy 2008)

Realizada la búsqueda bibliográfica en la base de datos ("web of knowledge"), se han encontrado dos investigaciones que relacionan la dualidad en el consejo y la revelación voluntaria de información (ver Tabla 3.2.3)

Tabla 3.2.3. Estudios sobre la revelación voluntaria de información y la dualidad de los directivos.

AUTORES	AÑO	TC	INDEP	DUALIDAD	ROE	PAIS
Cerbioni, Parbonetti	2007	(-)	+	(-)	+	Europa
Donnelly, Mulcahy	2008	ns	+	ns	*	Irlanda

(ns): variable no significativa (*) : Variable no utilizada en el análisis

Cerbioni, Parbonetti (2007) analiza la relación entre las variables de gobierno corporativo: tamaño del consejo, independencia y dualidad con la revelación voluntaria de capital intelectual, con una muestra de 54 empresas Europeas del sector biotecnológico del año 2002 al 2004. Obtienen una relación significativa y positiva con la independencia y negativa con la dualidad y el tamaño del consejo. Y al igual que las investigaciones de Malone et al. (1993), Raffournier (1995), Gul, Leung (2004) y García-Meca, Martínez (2005) utilizan el ratio ROE como medida de la rentabilidad empresarial.

Donnelly, Mulcahy (2008) muestran como, a partir de una muestra de 62 empresas bursátiles irlandesas en el año 2002, la relación entre la revelación voluntaria de información y el número de consejeros independientes es estadísticamente significativa y positiva, mientras que no existe relación estadísticamente significativa con la dualidad.

Por consiguiente, la existencia de dualidad, es decir, cuando el director (“CEO”) y el presidente (“Chairman”) son la misma persona podría producir efectos negativos tanto en la rentabilidad de la empresa como en la revelación voluntaria de información. Se establece la siguiente hipótesis:

Hipótesis 2b₃: Las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y a su vez mantienen ausencia de dualidad (CEO ≠ Chairman), muestran mejores resultados empresariales.

3.2.4. Estudios sobre la revelación voluntaria de información y el número de reuniones del consejo de administración.

Lipton, Lorsch (1992) afirman que los consejos de administración más activos, es decir, aquellos cuyas reuniones son más frecuentes tienden a ser más eficaces, realizando un mayor control sobre la empresa. Eso se traducirá en un elevado interés en divulgar más y mejor información que permita a las partes interesadas conocer sus esfuerzos. Por otra parte, diversos estudios

sugieren que un elevado número de reuniones del consejo de administración puede evidenciar una inoperatividad o que los consejeros se excedan de sus funciones. Así, Vafeas (1999) encuentra una relación inversa entre el número de reuniones del consejo de administración y los resultados empresariales. Otros estudios como el de Karamanou, Vafeas (2005) han evidenciado una relación negativa aunque no significativa entre la actividad del Consejo de Administración y la calidad de la información financiera divulgada.

De la búsqueda realizada en la base de datos (“web of knowledge”) no existe estudio alguno que relacione la revelación voluntaria de información y el número de reuniones del consejo de administración.

De acuerdo con las investigaciones en relación al número de reuniones del consejo y la remuneración Vafeas (1999) y con la divulgación voluntaria de información Karamanou, Vafeas (2005) que encuentran una relación negativa, se plantea la siguiente hipótesis:

Hipótesis 2b₄: Las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y a su vez convocan pocas reuniones del consejo de administración, muestran mejores resultados empresariales.

3.2.5. Estudios sobre la revelación voluntaria de información y la remuneración del consejo de administración

Una de las variables más utilizadas en el gobierno corporativo para explicar la rentabilidad de las empresas es la remuneración de los directivos, analizada previamente en el capítulo 2. Se observa que en la mayoría de los estudios que encuentran una relación estadísticamente significativa, esta relación es positiva con la “performance” de la empresa. En cambio, solo resulta un estudio de la búsqueda en la base de datos (“web of knowledge”) que relacione la divulgación de información y la remuneración: Dimitrov, Jain

(2011) (ver Tabla 3.2.5), obteniendo una relación estadísticamente significativa y positiva.

Tabla 3.2.5. Estudios sobre la revelación voluntaria de información y la remuneración del consejo de administración

AUTORES	AÑO	COMPENSATION	PAIS
Dimitrov, Jain	2011	+	EEUU

Los resultados de la investigación de Dimitrov, Jain (2011) muestran como los directivos tratan de influir en los accionistas a través de la divulgación de buenas noticias sobre la compañía, noticias que se hacen previas a las reuniones anuales celebradas. La petición de explicaciones por parte de los accionistas sobre los elevados salarios de los directivos provoca que éstos divulguen mejores noticias acerca de la marcha de la compañía, resultando una relación positiva entre remuneración y revelación voluntaria de información (Dimitrov, Jain 2011).

Otras investigaciones ajenas a esta búsqueda en “ISI” muestran también una relación positiva. Por ejemplo Rouf (2011) argumenta que los agentes o directivos pueden ser motivados a revelar información más detallada con el fin de mantener sus puestos de trabajo y ser mejor remunerados. Al igual que en los estudios de Coombs, Gilley (2005) y Fong et al. (2010) para la relación entre remuneración y rentabilidad y los de (Aboody, Kasznik (2000); Nagar et al. (2003); Dimitrov, Jain (2011) y Rouf 2011) para la remuneración y revelación voluntaria de información, que obtienen una relación estadísticamente significativa y positiva, en esta investigación se plantea la siguiente hipótesis:

Hipótesis 2b₅: Las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y sus directivos son mejor remunerados, muestran mejores resultados empresariales.

3.3 La elección del resultado global como medida de rentabilidad empresarial y transparencia informativa.

Los estudios existentes entre el gobierno corporativo y la revelación de información muestran resultados diversos como se ha podido observar en el capítulo precedente. En principio, un elevado nivel de “cultura de gobierno corporativo” en la empresa debiera ser reflejo de un gobierno corporativo eficaz, el cual reforzaría el control interno de la empresa, divulgando mayores niveles de información, reduciendo los problemas derivados de comportamientos oportunistas y de la existencia de informaciones asimétricas. Consecuentemente, una mayor revelación de información lleva aparejada la necesidad de transparencia, lo que convierte la información contable en un aspecto fundamental para el logro de este propósito. Dicha transparencia debe reflejar la imagen fiel del patrimonio, la situación económica financiera y los resultados, teniendo la contabilidad la responsabilidad de ser el registro de todos los aspectos que en las organizaciones generan valor (Méndez 2005). Por lo tanto, el modo de presentación de la información contable podría ser el reflejo del nivel de transparencia y del grado de divulgación de la información por parte de la empresa.

La evolución experimentada en las normas contables en los últimos años ha llevado tanto a los académicos como a los profesionales a cuestionar el modelo tradicional de comunicación financiera de la empresa basada en la contabilidad según el método de la partida doble, la valoración de los activos según el principio del coste histórico (Trombetta 2002) o el concepto de resultado. Los estados contables, en general, y la cuenta de pérdidas y ganancias en particular se han ido modificando al ritmo de las necesidades informativas de cada momento ya que el sistema económico condiciona el desarrollo de la contabilidad como sistema de información, y esta debe evolucionar al ritmo de las necesidades de sus usuarios. Con el crac de la bolsa de valores de Nueva York del año 1929 el balance de situación pasa a tener menor importancia, concediendo mayor interés a la estructura de la cuenta de pérdidas y ganancias, eliminando ciertas partidas e incluyendo otras.

En la década de los setenta y principios de los ochenta se crearon los marcos conceptuales que plantean una orientación de los ingresos y los gastos hacia el balance. En puertitas del siglo XXI se intenta poner fin a la práctica de llevar ciertas partidas del resultado directamente al balance cuando, en realidad, forman parte de la rentabilidad de la empresa (Camacho 1999), apareciendo así el concepto de resultado global.

Desde la década de los noventa del siglo XX, los organismos emisores de normas contables más representativos a nivel internacional, entre los que cabe destacar el FASB (SFAS 130, 1997) y el IASB (NIC 1, 1997, revisada en los años 2003, 2007 y 2011), vienen exigiendo a las empresas el facilitar el resultado global frente al tradicional resultado neto. La justificación del cambio de una cuenta de resultados a una cuenta de resultado global se debe a la introducción del valor de mercado (fair value). Por este motivo, deja de existir la necesaria coherencia conceptual en la definición del concepto de resultado. Este tema es especialmente importante por la relevancia del resultado contable como elemento evaluador del éxito o fracaso de un negocio en un período concreto de tiempo.

Como consecuencia de la globalización de los mercados y de la existencia de diferentes normas contables, la necesidad de armonización contable se hace imprescindible. Los principios contables sobre los que se asienta la formulación de la cuenta de pérdidas y ganancias se cuestionan. No se afirma que la cuenta de pérdidas y ganancias tradicional no sea válida sino que es insuficiente para reflejar la imagen fiel de los resultados de las empresas en un entorno cada vez más dinámico y globalizado. Se justifica la existencia de nuevas tendencias de presentación del resultado contable con el desarrollo de nuevos modelos complementarios a los tradicionales.

A continuación se define el concepto de resultado global, sus componentes, su clasificación y su modo de presentación en los estados financieros.

3.4. El concepto de resultado global

El término “resultado global”, conocido en el mundo anglosajón como (“comprehensive income”)³⁵, fue incorporado por el organismo americano emisor de normas contables (“FASB”) en el documento número 3 (SFAC3) titulado: “Elements of Financial Statements of Business Enterprises” en el año 1980. En el año 1985 fue sustituido por el SFAC 6 (1985) y con referencias explicativas en el SFAC 5 (1984). Sin embargo, no será hasta el año 1997 con la emisión del SFAS 130, cuando se obliga a las empresas americanas a revelar el resultado global.

El FASB en su SFAC 5, párr. 13, establece que “... Un conjunto completo de estados financieros debe de suministrar la siguiente información: - La posición financiera al principio y al final del período, - el resultado del período (que es parte integrante del resultado global), - el resultado global (“comprehensive income”), - el cash flows del período e inversiones de fondos y reparto de los mismos a los propietarios”.

En el SFAC 6 (1985) se define el resultado global como todos los cambios en el patrimonio neto reconocidos en un determinado período, que no guarden relación con las operaciones llevadas a cabo por los propietarios. Es decir, todos, excepto aquellos resultantes de las inversiones de los propietarios (ampliaciones reducciones de capital) y de las distribuciones de fondos a los mismos (pago de dividendos).

En los Estados Unidos para la determinación del resultado global, se parte del resultado neto, última magnitud de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, al que se le agregan los gastos e ingresos que, de acuerdo con las correspondientes normas, deban reconocerse directamente en el patrimonio neto, tales como diferencias de conversión en moneda extranjera, los

³⁵En el ámbito internacional se denomina de diferentes modos: “comprehensive income”, resultado integral, resultado integral total, renta global, resultado global, resultado total,, pérdidas y ganancias totales reconocidas.

beneficios o pérdidas derivadas de operaciones con instrumentos financieros clasificados como disponibles para la venta, las coberturas de flujos de efectivo, o pensiones y planes postempleo de los empleados.

RESULTADO NETO³⁶

+/- PARTIDAS DEL RG, netas de impuestos.

1. (ME) Moneda Extranjera (principalmente, conversión de activos y pasivos de filiales en el extranjero).
2. (IF) Inversiones Financieras (principalmente, instrumentos clasificados como disponibles para la venta).
3. (DC) Derivados y operaciones de Cobertura.
4. (PE) Pensiones y planes postempleo de los Empleados.

= RESULTADO GLOBAL

Frente al tradicional resultado neto (“net income”), determinado sobre una base más restrictiva de los criterios de realización de ingresos y gastos, aparece el concepto de resultado global. Se trata de presentar una mayor relevancia o calidad informativa para los inversores, por acercarse más al resultado económico y al impacto del mercado en el resultado empresarial. Por ello, este concepto de resultado global está más acorde al valor de mercado de las empresas que el tradicional resultado neto (Arimany 2009; Kanagaretnam et al. 2009). De hecho, “el resultado global es una magnitud importante de las cuentas anuales, ya que a priori parece que debería mejorar la cantidad y calidad de información a suministrar a los inversores, facilitando la protección del mercado y la correcta valoración de las empresas” (Arimany 2009).

³⁶NET INCOME

+/- OTHER COMPREHENSIVE INCOME:

1. Foreign **Currency** Translation Adjustments, net of taxes.
2. Unrealized gains (losses) on **securities**, net of taxes.
3. Unrealized losses on cash flow **hedges**, net of taxes.
4. **Pension** liability adjustments, net of taxes.

= COMPREHENSIVE INCOME

Arimany (2009) clasifica los estudios sobre el resultado global en dos categorías: los basados en la comparación de la relevancia valorativa del resultado frente a la del resultado global, en los que no se han encontrado evidencias significativas en cuanto a una mayor relevancia del mismo frente al resultado neto (Thinggaard et al., 2006) y los estudios experimentales, que tratan de comprobar cuáles son los formatos de presentación de los resultados más útiles para el análisis. Los modelos de relevancia valorativa, a su vez, podrían clasificarse en dos grandes grupos: los que a través de los diferentes conceptos del resultado (neto y global, de forma general) explican la valoración de la empresa, medida por su valor de cotización (modelos de precio) y los que intentan explicar su rentabilidad (modelos de rentabilidad) (Arimany 2009).

Los modelos de precio (price models) han sido utilizados por Dhaliwal, Subramanyam (1999), Cahan et al. (2000), Giner, Pardo (2004) o Loftus, Stevenson (2008), entre otros. De forma general, han hallado que el resultado global presenta un poder explicativo incremental no significativo respecto al resultado neto. Cuando entramos en el análisis detallado de los componentes y aunque no hay plena coincidencia entre los diferentes modelos, se ha encontrado relevancia en algunos casos para el componente de instrumentos financieros (Dhaliwal, 1999), o para el componente de diferencias de conversión (Giner, Pardo 2004, Pinto 2005).

Los modelos de rentabilidad han sido utilizados, entre otros, por Dhaliwal, Subramanyam (1996), O'Hanlon, Pope (1999), Wang (2006) y Chambers (2007). Al igual que en los estudios sobre modelos de precios, la mayoría concluyen que el resultado global no resulta más útil que el resultado del ejercicio. Sin embargo, en el análisis individual de las partidas que componen el resultado global, sí se halla un poder incremental estadísticamente significativo para la partida de instrumentos financieros, mientras que partidas como las diferencias de conversión o las provisiones para pensiones no aportan significativamente mayor poder explicativo.

Arimany (2009) obtiene, mediante el análisis de 111 empresas españolas cotizadas en el primer semestre de 2008, que tanto el resultado del

periodo (“net income”) como el resultado global (“comprehensive income”) poseen un alto grado de poder explicativo del valor de la empresa (medido por el precio de sus acciones). Si bien es el resultado global el que mejor lo explica (79,6% y 81,1%, respectivamente). Y a nivel de partidas, obtiene que ninguno de los componentes es estadísticamente significativo. Este resultado contradice a la mayoría de estudios anteriores que, en general, señalan el poco poder explicativo del resultado global.

3.5. Análisis de la literatura sobre el gobierno corporativo y el resultado global

De la base de datos “Web of Knowledge” del Information Science Institute (ISI)³⁷, se ha encontrado un único artículo que relacione “Corporate governance” and “Comprehensive income”: Bamber et al. (2010). Dicho estudio argumenta que aquellos directivos con baja seguridad en el trabajo y fuertes incentivos salariales son menos propensos a presentar el resultado global como parte de la cuenta de pérdidas y ganancias. Para medir la baja seguridad en el trabajo utiliza las variables de número de consejeros independientes y la dualidad entre otras. De esta forma obtiene que a mayor número de consejeros independientes y mayor dualidad (diferentes funciones para el director y el presidente) unido a fuertes incentivos salariales, los directivos de las compañías son más propensos a presentar el resultado global como parte de la cuenta de pérdidas y ganancias a los otros modelos alternativos. Tomando como referencia este artículo y sus resultados, se abre una nueva línea de investigación que relaciona las variables de gobierno corporativo con el modo de presentación del resultado global. Se plantea si el modo de presentación de sus estados contables vendrá marcado por las políticas de gobierno corporativo que ya implanta, por la conveniencia de mostrar unos u otros resultados, o tal vez por ambas.

³⁷ Búsqueda realizada “by Topic” a fecha 15 de septiembre de 2011.

Estudio sobre el “Corporate governance” y “Comprehensive income”

AUTORES	AÑO	Indep.	Dualidad	Remun.	PAIS
Bamber	2010	+	+	+	EEUU

3.6. Modos de presentación del resultado global

En el año 1948 la norma americana del marco conceptual número 3 titulado: “Accounting Concepts and Standards Underlying Corporate Financial Statements” añadía un epígrafe dedicado a las normas de presentación de los estados financieros con carácter independiente en la declaración de la “The American Accounting Association” (AAA), en el apartado relativo a la cuenta de resultados. Posteriormente el Accounting Standard Board (ASB) emitió un borrador en el año 1995 denominado “Statements of Principles for Financial Reporting” y a partir del año 1997 la composición de los estados financieros varía opcionalmente según la elección de presentación del Resultado Global.

La norma del FASB número 130, emitida en el año 1997, obliga a presentar el resultado global en las empresas norteamericanas como un estado contable con entidad propia dentro del conjunto completo de los estados financieros, pero sin un formato específico. Se sugieren tres alternativas de presentación del resultado global:

- Modelo 0³⁸: Estado de Cambios en el Patrimonio neto, como parte del patrimonio neto
- Modelo 1³⁹: Estado de Cuenta de Resultado Global desglosándose un epígrafe independiente a la Cuenta de Resultados tradicional.
- Modelo 2⁴⁰: Estado de Cuenta de Resultados única, integrando la cuenta de pérdidas y ganancias y las partidas del resultado global en un solo documento.

³⁸ Consolidated statement of changes in shareholders' equity.

³⁹ Consolidated statement of CI. (Separately from the traditional income statement).

⁴⁰ Consolidated income statement and CI.

La tabla de contenidos de los estados financieros diferirá según el formato elegido.

Tabla de contenidos⁴¹:

1. Cuentas de Resultados Consolidadas
2. Balances de Situación Consolidados
3. Estado de Cambios en el Patrimonio Neto Consolidado
4. Estados del Resultado Global Consolidados⁴²
5. Estados de Flujo de Efectivo Consolidados
6. Memoria Consolidada

De todas las alternativas factibles, la última opción (Modelo 2) es el más recomendable por el FASB⁴³ y avalado por determinadas investigaciones científicas, ya que considera que es el que eflaja el verdadero resultado global de la empresa, al dotar a la misma de una mayor transparencia, realidad de sus cuentas y ser un resultado más próximo a su valor de mercado. Sin embargo, existen algunos estudios que demuestran la preferencia por el primer modelo de Estado de cuentas en el patrimonio, como son: Smith, Reither (1996); Thompson et al. (2002); Mazza, Porco (2004); Pandit, Phillips (2004); Pandit et al. (2006); entre otros. Sin embargo, investigaciones relevantes (Hirst, Hopkins 1998; Maines, Mc Daniel 2000; Hunton et al. 2006, entre otros) afirman que el formato que realmente influye en los analistas financieros e inversores potenciales para fundamentar mejor su toma de decisiones económicas es el Estado de cuenta de Resultado Global, y no el Estado de Cambios en el

⁴¹ 1. Consolidated Income Statement
2. Consolidated Balance Sheet
3. Consolidated Statements of Shareholders' Equity
4. Consolidated Statements of Comprehensive Income
5. Consolidated Statements of Cash Flow
6. Explanatory notes

⁴² Este Estado únicamente aparecerá cuando la empresa opten por presentar el resultado global bajo el modelo de Estado de Cuenta de Resultado única. En el resto de los casos serán únicamente 5 los componentes de los estados financieros.

⁴³ (FASB 1997, par. 74).

Patrimonio Neto. Curiosamente la mayoría de las empresas americanas optan por la presentación del resultado global en el modelo de Estado de Cambios en el Patrimonio Neto. Esto podría deberse al hecho de que, en muchas ocasiones, las empresas intentan ocultar un resultado global inferior al resultado contable y evitar un posible impacto negativo en los mercados.

Thompson et al. (2002) verifican en su estudio sobre las empresas integradas dentro del Fortune 500 que algo más de dos tercios de las mismas optan por presentar el resultado global dentro del Estado de cambios de Patrimonio Neto (modelo 0) y, en consecuencia, una clara minoría elige el Estado de Resultados Globales propiamente dicho (modelo 1), y aún son muchas menos las empresas que se deciden por el otro estado contable (modelo 2).

CAPITULO 4. HIPÓTESIS, MUESTRA Y METODOLOGÍA.

4.1. Hipótesis planteadas

El objetivo de esta investigación es poder dar respuesta a si un buen nivel de “cultura de gobierno corporativo”, junto con una mejor divulgación voluntaria de información, produce mayor rentabilidad en las compañías, generando valor en las mismas. Para ello, se resumen y precisan las hipótesis planteadas anteriormente en la literatura contable.

Por un lado, se establecen una serie de hipótesis relativas a la relación entre las políticas de gobierno corporativo llevadas a cabo por los directivos y la rentabilidad empresarial. Las políticas de gobierno corporativo se miden tanto por un indicador como por cada una de las variables que componen dicho indicador por separado. Por otro lado, se considera que el modo de presentación del resultado global de la compañía es una medida de la transparencia informativa y se analiza el impacto conjunto que conlleva en el resultado empresarial. Todo ello permite analizar relaciones de causalidad entre las variables consideradas, así como detectar las limitaciones existentes.

4.1.1. El nivel de gobierno corporativo y la rentabilidad empresarial

Al igual que en esta investigación, existen autores que agrupan numerosas características de gobierno corporativo en un indicador con el fin de medir su eficacia. Estos estudios utilizan variables muy diversas y de muy amplio contenido para la construcción del indicador, pero en la mayoría de los casos las relaciones obtenidas entre el indicador y los resultados empresariales son estadísticamente significativos y de signo positivo (Gompers et al. 2003; Klapper, Love 2004; Beiner et al. 2006; Brown, Caylor 2006; entre otros). Esto nos permite plantear la siguiente hipótesis:

Hipótesis 1a: Las empresas que tienen un elevado nivel de “cultura corporativa”, muestran mejores resultados empresariales.

Para dar respuesta a esta hipótesis se plantea el modelo 1a siguiente, donde la variable dependiente es el resultado global. Se indica también el signo esperado del efecto de cada una de las variables explicativas en la variable dependiente (ver Modelo 1a)⁴⁴:

Análisis de regresión sobre el Resultado global

Modelo 1a

Variables Explicativas	Descripción	Efecto esperado
Variable de gobierno corporativo		
igc	Indicador de gobierno corporativo	(+)
Variables de control		
vm	Valor de mercado	(+)
sales	Ventas	(+)
leverage	Endeudamiento	ns
anno2009	Dummy	?
anno2008	Dummy	?
anno2007	Dummy	?
anno2006	Dummy	?
anno2005	Dummy	?
anno2004	Dummy	?

Fuente: elaboración propia.

Variables de gobierno corporativo:

Para la única variable de gobierno corporativo utilizada en este modelo, cabe esperar un efecto positivo del indicador de gobierno corporativo (IGC) en

⁴⁴ Los modelos se analizarán e interpretarán más adelante en el capítulo de resultados

el resultado empresarial, al igual que obtienen otros estudios con sus diversos indicadores (Gompers et al. 2003; Klapper, Love 2004; Beiner et al. 2006; Brown, Caylor 2006; Campa, Donnelly, 2011, entre otros).

Variables de control:

Respecto a las variables de control, se espera un efecto positivo del tamaño de la empresa (medido por el valor de mercado y las ventas), ya que existen estudios que demuestran que a mayor tamaño de la compañía mayor rentabilidad (Klapper, Love 2004; Beiner et al. 2006, Brown, Caylor 2006; entre otros). También se espera que no exista una relación con el endeudamiento (Beiner et al. 2006) y un efecto con signo no determinado a priori para las variables ficticias (“dummies”) referidas a cada año, ya que éstas recogen tanto el efecto de otras variables de la compañía no incluidas en el modelo como de las condiciones coyunturales o macroeconómicas en cada año que también hayan podido influir en el resultado empresarial.

En el capítulo 2 se han analizado cada una de las variables de gobierno corporativo por separado en relación al resultado empresarial, lo que permite plantear las siguientes hipótesis para cada una de las mismas:

Hipótesis 1b₁: Las empresas que tienen un mayor tamaño del consejo, muestran mejores resultados empresariales.

Hipótesis 1b₂: Las empresas que tienen un porcentaje mayor de consejeros independientes, muestran mejores resultados empresariales.

Hipótesis 1b₃: Las empresas en las que el director (“CEO”) y el presidente (“Chairman”) del consejo de administración son distinta persona (ausencia de dualidad), muestran mejores resultados empresariales.

Hipótesis 1b₄: Las empresas que convocan pocas reuniones entre sus directivos, muestran mejores resultados empresariales.

Hipótesis 1b₅: Las empresas cuyos directivos son mejor remunerados, muestran mejores resultados empresariales.

Se plantea el siguiente modelo para dar respuesta a cada una de las hipótesis y predecir sus resultados (ver Modelo 1b)⁴⁵.

Análisis de regresión sobre el Resultado global

Modelo 1b

Variables Explicativas	Descripción	Efecto esperado
Variables de gobierno corporativo		
tdlnactiv	Tamaño del consejo/tamaño de la empresa (ln activo)	(+)
independ	Porcentaje de directivos independientes	(+)
dualidad	Dualidad=0;CEO=Chairman Dualidad=1;CEO≠Chairman	(+)
nreuniones	Número de reuniones	(-)
retlnact	Remuneración consejo /tamaño de la empresa (ln activo)	(+)
Variables de control		
vm	Valor de mercado	(+)
sales	Ventas	(+)
leverage	Endeudamiento	ns
anno2009	Dummy	?
anno2008	Dummy	?
anno2007	Dummy	?
anno2006	Dummy	?
anno2005	Dummy	?
anno2004	Dummy	?

Fuente: elaboración propia.

⁴⁵ Los modelos se analizarán e interpretarán más adelante en el capítulo de resultados

Variables de gobierno corporativo:

Las variables número de directivos y remuneración del consejo están referenciadas al total del activo de las compañías, como una medida del tamaño de las mismas. Por tanto, se utilizan los ratios resultantes de dividir cada una de las dos variables por el logaritmo neperiano de los activos ($\ln act$): $td\ln act$ y $ret\ln act$. Parece lógico considerar que tanto el número de consejeros como su remuneración no son indicadores de buen gobierno corporativo por sí mismos, sino que deben estar en relación con el tamaño de la empresa.

Cabe esperar que el tamaño del consejo, el porcentaje de directivos independientes y la remuneración al consejo afecten de forma positiva a la rentabilidad empresarial, mientras que el número de reuniones tenga un efecto negativo. También, el hecho de que el CEO y el presidente del consejo no coincidan en la misma persona es de esperar que tenga un efecto positivo en la rentabilidad de la compañía.

Variables de control:

Al igual que para el modelo anterior se espera una relación positiva con el tamaño de la empresa (valor de mercado y ventas), una ausencia de relación con el endeudamiento y un efecto con signo no determinado a priori para las variables dummies anuales del modelo.

4.1.2. La transparencia informativa y la rentabilidad empresarial

En la literatura científica se defiende la existencia de una relación positiva entre las políticas de gobierno corporativo llevadas a cabo por los directivos de las compañías y la publicación voluntaria de información contable y financiera de la compañía. Un mayor nivel de “cultura corporativa”, mediante la implantación de políticas de gobierno corporativo más eficientes, exige una mayor cantidad y calidad en la presentación de la información (Bujaki,

McConomy 2002; Karamanou, Vafeas 2005). Un consejo de administración más eficaz, definido por un tamaño moderado, activo e independiente (Jensen 1993), tiene una influencia positiva en las prácticas divulgativas empresariales (Willekens et al. 2005).

En general, las investigaciones realizadas hasta la fecha justifican que empresas con buenos resultados empresariales son aquellas más propensas a la revelación voluntaria de información (Meek et al.1995; Karim 1996; Samir et al. 2003; Lim et al. 2007; Apostolos et al. 2009 y otros). Además, esta relación también se cumple a la inversa, es decir, una mayor divulgación voluntaria de información provoca un aumento del precio de las acciones de la compañía en el mercado incrementando la rentabilidad de las mismas (Healey et al. 1999), y consecuentemente mejorando sus rentabilidades futuras (Gelb, Zarowin 2002). Esto permite plantear que a mayor transparencia informativa, mayor rentabilidad empresarial.

Teniendo en cuenta lo anterior, se establece la siguiente hipótesis:

Hipótesis 2a: Las empresas en las que se presenta la información contable de forma más transparente y que a su vez tienen un nivel de “cultura corporativa” más elevado, son las que muestran mejores resultados empresariales.

Para dar respuesta a esta hipótesis se plantea el siguiente modelo donde la variable dependiente es el resultado global. Se indica también el signo esperado del efecto de cada una de las variables explicativas en la variable dependiente (ver Modelo 2a)⁴⁶:

⁴⁶ Los modelos se analizarán e interpretarán más adelante en el capítulo de resultados

Análisis de regresión sobre el Resultado global

Modelo 2a

Variables Explicativas	Descripción	Efecto esperado
Variables de gobierno corporativo y transparencia informativa		
igc	Indicador de gobierno corporativo	(+)
mprg2vbles	Modo de presentación del RG	(+)
Variables de control		
difrcrg	(resultado contable- resultado global)	(+)
vm	Valor de mercado	(+)
sales	Ventas	(+)
leverage	Endeudamiento	ns
anno2009	Dummy	?
anno2008	Dummy	?
anno2007	Dummy	?
anno2006	Dummy	?
anno2005	Dummy	?
anno2004	Dummy	?

Fuente: elaboración propia.

Variables de gobierno corporativo y transparencia informativa:

Tanto para la variable de gobierno corporativo (IGC) como para la variable de transparencia informativa (el modo de presentación del resultado global), ambas utilizadas en este modelo, cabe esperar un efecto significativo y positivo en el resultado empresarial.

Variables de control:

Al igual que para los modelos anteriores, se espera que los resultados obtenidos para las variables de control no varíen al incorporar la variable modo

de presentación del resultado global como medida de la divulgación voluntaria de información. Se espera una relación positiva con el tamaño de la empresa y la variable de control de transparencia informativa (*difrcrg*), una ausencia de relación con el endeudamiento y un efecto no predeterminado de las variables dummies anuales del modelo.

Como se ha mostrado en el capítulo 3, el análisis del impacto de distintas medidas del resultado empresarial (ROA, ROE, RC u otras) en la divulgación voluntaria de información, medida esta última a través de diversos indicadores, da lugar a distintos resultados. En esta investigación, de manera inversa a las realizadas en las anteriores, se analiza el impacto del modo de presentación de la información contable en la rentabilidad empresarial, incorporando además las variables desglosadas de gobierno corporativo utilizadas hasta el momento. Se plantean las siguientes hipótesis:

Hipótesis 2b₁: Las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y a su vez tienen un mayor tamaño del consejo, muestran mejores resultados empresariales.

Hipótesis 2b₂: Las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y a su vez tienen un porcentaje mayor de consejeros independientes, muestran mejores resultados empresariales.

Hipótesis 2b₃: Las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y a su vez mantienen ausencia de dualidad (CEO ≠ Chairman), muestran mejores resultados empresariales.

Hipótesis 2b₄: Las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y a su vez convocan pocas reuniones del consejo de administración, muestran mejores resultados empresariales.

Hipótesis 2b₅: Las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y a su vez sus directivos son mejor remunerados, muestran mejores resultados empresariales.

Para dar respuesta a estas hipótesis se plantea el siguiente modelo, donde se indica el signo esperado de cada una de las variables explicativas en el resultado global (ver Modelo 2b)⁴⁷:

Análisis de regresión sobre el Resultado global

Modelo 2b

Variables Explicativas	Descripción	Efecto esperado
Variables de gobierno corporativo y transparencia informativa		
tdlnactiv	Tamaño del consejo/ tamaño de la empresa (ln activos)	(+)
independ	Porcentaje de directivos independientes	(+)
dualidad	Dualidad=0;CEO=Chairman Dualidad=1;CEO≠Chairman	(+)
nreuniones	Número de reuniones	(-)
retlnact	Remuneración consejo /tamaño de la empresa (ln activos)	(+)
mprg2vbles	Modo de presentación del RG	(+)
Variables de control		
difrcrg	(resultado contable- resultado global)	(+)
vm	Valor de mercado	(+)
sales	Ventas	(+)
leverage	Endeudamiento	ns
anno2009	Dummy	?
anno2008	Dummy	?
anno2007	Dummy	?
anno2006	Dummy	?
anno2005	Dummy	?
anno2004	Dummy	?

Fuente: elaboración propia.

⁴⁷ Los modelos se analizarán e interpretarán más adelante en el capítulo de resultados

Variables de gobierno corporativo y transparencia informativa:

Cabe esperar que el efecto de las variables de gobierno corporativo en el resultado global no se vea afectado por la incorporación de la variable modo de presentación de los resultados en el modelo, por lo que se mantienen los mismos signos que en el modelo 1.b. Así mismo, se espera que la variable de transparencia informativa (el modelo de presentación del resultado global) siga teniendo un efecto positivo.

Variables de control:

Al igual que para los modelos anteriores, se espera que los resultados obtenidos para las variables de control no varíen al incorporar la variable modo de presentación del resultado global como medida de la divulgación voluntaria de información. Se espera, por tanto, una relación positiva con el tamaño de la empresa y la variable de control de transparencia informativa (difrcrg), una ausencia de relación con el endeudamiento y un efecto no predeterminado para las variables dummies anuales del modelo.

4.2. Metodología de la investigación

Analizada la literatura existente y una vez definidas las hipótesis objeto de estudio, se recopilan los datos para la investigación y se establecen las reglas de decisión para la construcción del indicador de gobierno corporativo de las empresas. Posteriormente, se procede al análisis descriptivo tanto del indicador como del modo de presentación del resultado global con el fin de poder analizar las relaciones existentes, estimar los modelos empíricos y obtener los resultados de los mismos.

4.3. Descripción de la muestra

La muestra seleccionada para el estudio está compuesta por 237 empresas (1,422 observaciones) pertenecientes al indicador S&P 500 de Estados Unidos para el periodo 2004-2009. Las empresas seleccionadas son aquellas que están presentes tanto en los informes de “Spencer Stuart Index” como en la base de datos de Compustat para los seis años consecutivos. Para las variables que forman parte del indicador (tamaño del consejo, independencia, dualidad, número de reuniones y remuneración), la ausencia de información ha sido valorada negativamente, atribuyendo al indicador el valor 0 para esa variable en cuestión. Se han excluido las compañías financieras y bancarias, debido a que éstas tienen una forma y estructura diferente de presentar su información financiera (Yermack 1996; De Andrés et al. 2005; Sánchez-Ballesta 2007).

La muestra resultante se clasifica en 8 sectores, clasificación utilizada por la consultora Spencer Stuart Company⁴⁸ para la elaboración de sus informes denominados “Spencer Stuart Board Index”. No existen empresas en la muestra que pertenezcan ni al sector 9 (Telecommunication Services), por no estar presentes las empresas tanto en los informes como en la base de datos Compustat, ni al sector 4 (Finance), por ser excluidas de la muestra a priori (ver Tabla 4.3.1).

⁴⁸ <http://www.spencerstuart.com/research/articles/>

Tabla 4.3.1. Datos de la muestra por sector de actividad

Sector	Número empresas
(S1) Consumer discretionary (S. consumos no básicos)	43
(S2)Consumer staples (S. consumos básicos)	21
(S3)Energy (S. energía)	18
(S5)Healthcare (S. de la salud)	34
(S6)Industrials (S. industrial)	40
(S7)Technology (S. tecnológico)	40
(S8)Materials (S. de materials industrials)	20
(S10)Utilities (S. servicios)	21
TOTAL	237

Fuente: Clasificación realizada por la consultora Spencer Stuart Company.

En primer lugar, para la obtención de los datos de las variables que forman parte del indicador de gobierno corporativo y transparencia se acude a los informes denominados “Spencer Stuart Board Index”, elaborados por la consultora Spencer Stuart Company⁴⁹. De estos informes se obtienen los datos necesarios para definir las variables: total de directivos, número de consejeros independientes, número de reuniones del consejo y remuneración. De las cuentas anuales de cada una de las empresas se obtiene la información restante que no aportan los informes de Spencer Stuart correspondientes a si el directivo de la empresa es a su vez el dueño de la compañía. Del mismo modo, también se acude a las cuentas anuales de cada una de las empresas y años para la variable de transparencia contable representada por la elección del modo de presentación del resultado global.

En segundo lugar, de la base de datos de Compustat se obtienen los datos de valor de mercado, total de activos, los ratios de rentabilidad: ROA, ROE y los valores numéricos de resultado contable (“Net Income value”) y

⁴⁹<http://www.spencerstuart.com/research/articles/>

resultado global (“Comprehensive value”) para las empresas pertenecientes al Índice S&P 500. Debido a que el FASB sugiere varias alternativas por las que pueden optar las empresas norteamericanas para presentar el resultado global, los datos de la muestra no se tratan como datos de panel, puesto que los resultados de un año no dependen de los anteriores. De hecho, un análisis somero de los datos muestra que no existe ninguna relación entre la forma que tiene una empresa de presentar sus resultados en los distintos años.

Tabla 4.3.2. Descripción y fuente de las variables

Variables Explicativas	Descripción	Fuente
Variables de gobierno corporativo		
igc	Indicador de gobierno corporativo	Elaboración propia
tdlnactiv	Tamaño del consejo/tamaño de la empresa (ln activos)	Spencer Stuart Index
independ	Porcentaje de directivos independientes	Spencer Stuart Index
dualidad	Dualidad=0;CEO=Chairman Dualidad=1;CEO≠Chairman	Cuentas Anuales
nreuniones	Número de reuniones	Spencer Stuart Index
retlnact	Remuneración/tamaño de la empresa (ln activos)	Spencer Stuart Index
Variables de transparencia informativa		
mprg2vbles	Modo de presentación del RG	Cuentas Anuales
difrcrg	(resultado contable- resultado global)	Compustat
Variables de control		
vm	Valor de mercado	Compustat
sales	Ventas	Compustat
leverage	Endeudamiento	Compustat
anno2009	Dummy	Elaboración propia
anno2008	Dummy	Elaboración propia

anno2007	Dummy	Elaboración propia
anno2006	Dummy	Elaboración propia
anno2005	Dummy	Elaboración propia
anno2004	Dummy	Elaboración propia

Fuente: elaboración propia.

4.4 Creación del Indicador de gobierno corporativo (IGC)

Puesto que el Consejo de administración es uno de los principales instrumentos que los accionistas poseen para controlar a los directivos de las empresas (Fama, Jensen 1983) y por ser un mecanismo que permite reducir los problemas de agencia existentes (Hermalin, Weisbach 2003), las características de dichos consejos son clave para medir el nivel de “ cultura organizativa” de las mismas. No existe un consenso de cuáles son las principales características para constituir un buen consejo de administración (Donnelly, Mulcahy 2008). Sin embargo, existen autores que agrupan numerosas características de gobierno corporativo en un indicador con el fin de medir su eficacia. Las variables utilizadas en estos estudios son muy diversas y de muy amplio contenido, lo que da lugar a indicadores de gobierno corporativo muy diferentes (Gompers et al. 2003; Klapper, Love 2004; Beiner et al. 2006, Brown, Caylor 2006; Campa 2011, entre otros).

En esta investigación se consideran las variables de los consejos de administración más utilizadas en la literatura: el tamaño, su independencia, la dualidad, el número de reuniones y la remuneración del mismo. Únicamente se contemplan estas variables por ser reflejo de las características propias e intrínsecas de los directivos del consejo de administración de las empresas. Por el contrario, se consideran características ajenas a un directivo variables como: la estructura de propiedad de una compañía, su comité de auditoría, las medidas internas de supervisión u otras variables que son utilizadas en otros muchos estudios (Fernández, Arrondo 2007, Agrawal, Knoeber 1996).

Siguiendo este criterio y con el fin de medir el nivel de “cultura de gobierno corporativo” de las empresas, se construye un indicador que incluye las siguientes variables:

- El tamaño del consejo, por ser una de las características más utilizadas para medir la efectividad del gobierno de la empresa (Huse 2000).
- El porcentaje de consejeros independientes, por asociarse frecuentemente con el total de directivos (Dalton et al. 2007; Fogel, Geiger 2007; Dalton, Dalton 2011) y tener una alta influencia en las decisiones del consejo (Weisbach 1988).
- La dualidad, para medir la influencia de los directivos en el consejo y por tanto su efectividad (Hermalin, Weisbach 1988, 2003). Teóricamente, se evitará una influencia excesiva cuando el director y el presidente sean distintas personas y desempeñen funciones distintas (Boyd 1995; Dahya et al. 2009; DeRue et al. 2009; Dey et al. 2010).
- El número de reuniones como medida del esfuerzo de control de los directivos (Vafeas 1999; Adams 2000).
- Por último, la remuneración como mecanismo de control de los directivos con el fin de evitar actuaciones en beneficio propio por parte de estos (Zahra, Pearce 1989; Dalton et al. 1998).

Este indicador permite observar la evolución de las empresas en el tiempo, analizarlas por sectores y compararlas con la variable de transparencia informativa (el modo de presentación del resultado global).

Según todo lo expuesto anteriormente, el indicador de gobierno corporativo (IGC) se compondrá de las variables siguientes: el tamaño del consejo o total de directivos (tdlnact), el porcentaje de consejeros independientes (indeptdir), la dualidad del directivo (dualidad), el número de reuniones del consejo (nreuniones) y la remuneración del mismo (retlnact).

Las variables número de directivos y remuneración del consejo están referenciadas al total de activo de las compañías, como una medida del tamaño de las mismas. Se utiliza el total del activo del balance frente a las ventas o

número de empleados por ser una medida de permanencia en el tiempo y porque es la variable más utilizada en los estudios académicos para referenciar el tamaño empresarial (Hall, Weiss 1967). De hecho, el total de activos es una medida más homogénea entre sectores que las ventas o el número de trabajadores ya que son variables que, en ocasiones, pueden estar influidas por el entorno macroeconómico del momento en el que se realice la investigación.

A continuación se muestran los estadísticos descriptivos básicos de las variables utilizadas (ver Tabla 4.4.). En la primera parte de la tabla figuran las cinco variables originales: el total de directivos, el número de independientes, la dualidad, el número de reuniones y la retribución anual del consejo. Mientras que en la parte inferior se encuentran las tres variables que se han construido a partir de las anteriores y que forman parte del indicador de gobierno corporativo:

$tdlnactiv = tdirectivos / \ln(\text{activo})$

$retlnactiv = retribuc / \ln(\text{activo})$

$indeptdir = (\text{independ} / tdirectivos) * 100$

Para todas ellas se presenta el número de observaciones en la muestra, la media, la desviación típica, el valor mínimo y el valor máximo.

Tabla 4.4. Estadísticos descriptivos del indicador de gobierno corporativo

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
tdirectivos	1416	10.63912	1.947108	5	18
independ	1416	8.817797	1.953703	3	17
dualidad	1411	.1488306	.3560476	0	1
nreuniones	1416	8.068503	3.12613	4	39
retribuc	880	221665.6	97571.38	47645	1000000
tdlnactiv	1415	1.141305	.1912122	.638295	1.927188
retlnactiv	880	23546.57	10447.1	4573.6	115319.2
indeptdir	1416	82.71828	9.130574	33.33	100

El Indicador de gobierno corporativo (IGC) se construye mediante la suma de las cinco variables siguientes:

$$\text{IGC} = (\text{tdlnactiv}) + (\text{indeptdir}) + (\text{dualidad}) + (\text{nreuniones}) + (\text{retlnactiv})$$

A cada una de las cinco variables que componen el IGC se le asigna valor “0” o “1” según criterios estadísticos, que se exponen en el siguiente apartado. De esta manera, el indicador de gobierno corporativo (IGC) tomará valores de “0” a “5”, siendo “0” el valor más bajo del indicador y “5” el valor más alto. A aquellos valores omitidos o desconocidos (“missings”) de cualquiera de las variables se les asigna valor “0” puesto que la falta u omisión de información es penalizada, no aportando mayor valor al indicador.

En los siguientes epígrafes se detallan los criterios estadísticos utilizados, así como los resultados obtenidos en la literatura científica existente.

4.4.1. El tamaño del consejo de administración:

La variable total de directivos (tdirectivos) se referencia al logaritmo neperiano de los activos (lnact) como una medida del tamaño de las empresas, ya que no tiene el mismo valor un número elevado de directivos en empresas grandes que en empresas pequeñas. De este modo, se aporta una mayor coherencia al indicador y se consigue que sea más preciso.

La variable (tdlnactiv) incorporada en el indicador sigue una distribución normal con los siguientes estadísticos básicos: (ver Tabla 4.4.1.a.).

Tabla 4.4.1.a. La variable (tdlnactiv)

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
tdlnactiv	1415	1.141305	.1912122	.6382949	1.927188

Con objeto de asignar al IGC los valores “0” y “1”, se calculan los siguientes intervalos o regiones para la distribución de la variable tdlactiv:

Región 1: que corresponde a los valores de tdlactiv que se encuentran entre la media y más/menos una desviación típica.

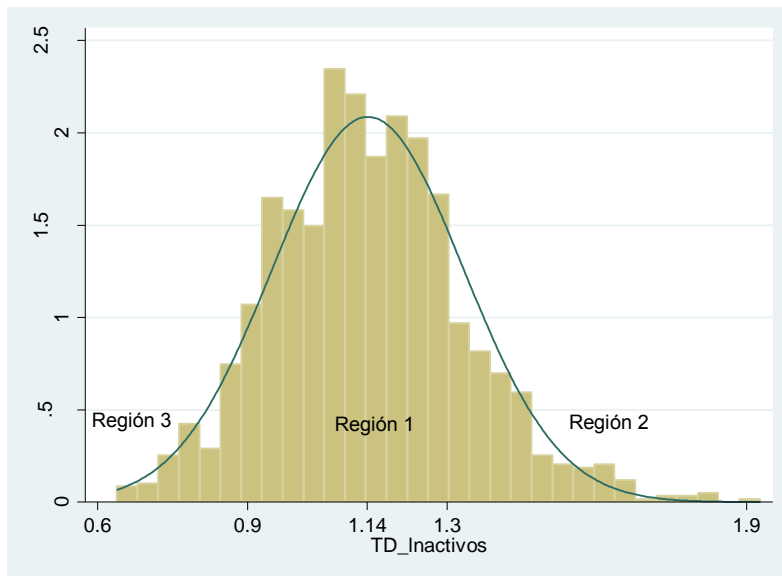
Región 2: que corresponde a los valores de tdlactiv que se son superiores a la media más una desviación típica.

Región 3: que corresponde a los valores de tdlactiv que se son inferiores a la media menos una desviación típica.

De esta forma, la variable tdlactiv toma valor “1” para las empresas que pertenecen a la región 1 y valor “0” para las empresas que se encuentran en las regiones 2 y 3. Se considera que la región 1 es la que recoge un tamaño del consejo más adecuado, por ser la que se encuentra en torno a la media, mientras que las regiones de las colas (regiones 2 y 3) son las que se alejan del comportamiento medio, por lo que se les asigna valor “0”.

Según el criterio anterior y como se muestra en el gráfico siguiente (ver Gráfico 4.4.1.a.), cuando la variable (tdlnactiv) está entre 0,950 (media – una desviación típica) y 1,332 (media + una desviación típica), correspondientes a la región 1, el indicador toma valor 1. Para los valores superiores e inferiores a estos, toma valor 0. O lo que es lo mismo, cuando (tdlnactiv) es menor que 0,950 y mayor que 1,3325 o “missing”, el indicador toma valor 0. Por el contrario cuando está comprendido entre 0,950 y 1,332, toma valor 1.

Gráfico 4.4.1.a. La variable (tdlnactiv)



Por otra parte, la variable número de directivos (tdirectivos) original también sigue una distribución normal con media 10,63, desviación típica 1,94, un valor mínimo de 5 y un valor máximo de 18 directivos. La distribución de frecuencias muestra que en las empresas de la muestra, los datos se concentran en un tamaño del consejo entre 8 y 12 directivos (ver Tabla 4.4.1.b)

Tabla 4.4.1.b La variable (tdirectivos)

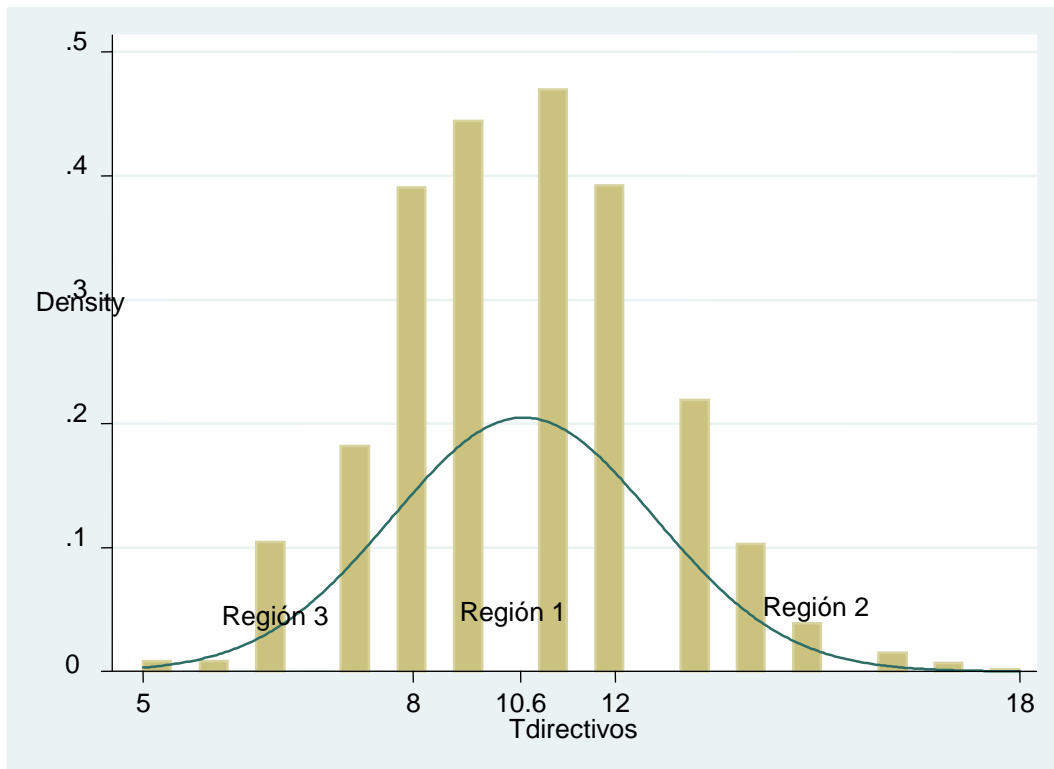
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
tdirectivos	1416	10.63912	1.947108	5	18

tdirectiv	Freq.
5	5
6	5
7	62
8	108
9	232
10	264
11	279
12	233

13	130
14	61
15	23
16	9
17	4
18	1

Con objeto de trasladar los intervalos calculados para la variable (tdlnactiv) (número de directivos en relación al tamaño de la empresa) a la variable original número de directivos (tdirectivos), y hacer los resultados más intuitivos, se deshace la transformación aplicada a (tdlnact). Para ello, basta con multiplicar los valores de tdlactiv que determinan los intervalos por el valor medio del logaritmo de los activos, lo que permite expresar los intervalos de (tdlnact) en términos del número de directivos. De esta forma, el tamaño del consejo de administración más adecuado para nuestra muestra se encuentra entre 8 y 12 directivos⁵⁰, ambos incluidos, correspondientes a la región 1 del indicador (ver gráfico 4.4.1.b.).

Gráfico 4.4.1.b. La variable (tdirectivos)



⁵⁰ El tamaño del consejo es calculado como $tdlnact * medialnact$, es decir $(0,950 * 9,357068 = 8,88$ directivos y $1,332 * 9,357068 = 12,46$ directivos)

El resultado obtenido utilizando este criterio se asemeja a los de otras investigaciones (Lipton, Lorsch 1992; Jensen 1993; Campa, Donnelly 2011; entre otros), lo que aporta mayor robustez a nuestro criterio estadístico utilizado.

4.4.2. El porcentaje de consejeros independientes:

El número de consejeros independientes se relaciona con el total de directivos obteniendo así el porcentaje de independientes entre el total de directivos (indeptdir) (Yermack 1996; Rhoades 2000; entre otros). La variable (indeptdir) sigue una distribución asimétrica a la izquierda y la mayor concentración de frecuencias se observa en los porcentajes más altos. Ello indica que la mayoría de las empresas analizadas en la muestra cuenta con consejos de administración en que el número de directivos independientes es proporcionalmente bastante elevado.

La distribución muestral de la variable presenta una media de 82,71% y una desviación típica de 9,13%. El porcentaje mínimo de consejeros independientes sobre el total de directivos es del 33,33%, mientras que el máximo es del 100% (ver Tabla 4.4.2).

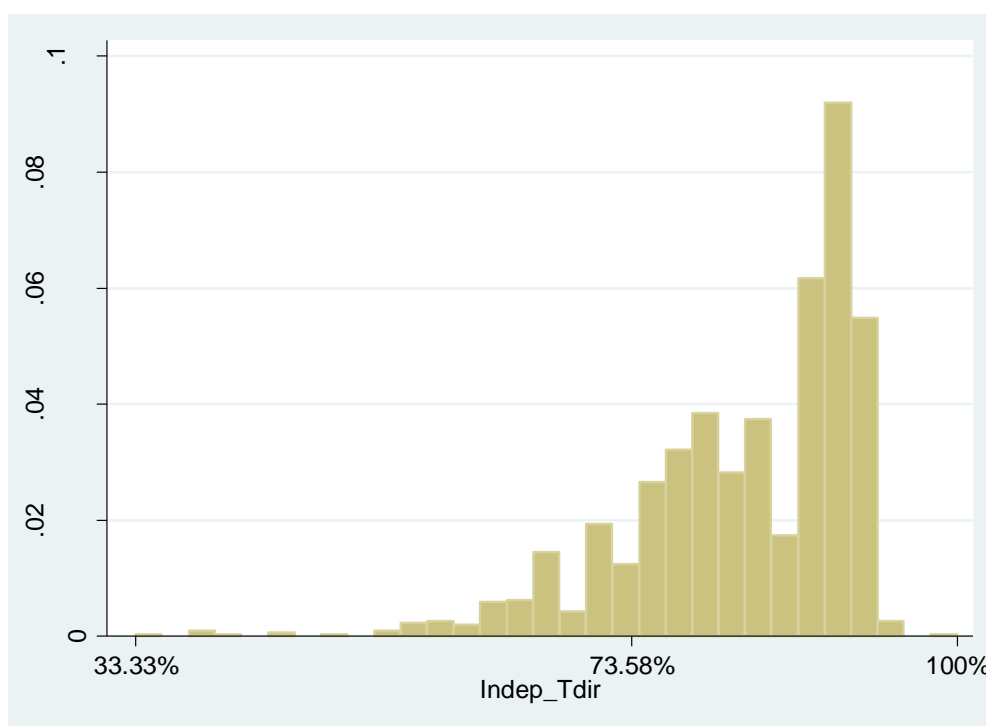
Tabla 4.4.2. La variable (indeptdir)

variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
indeptdir	1416	82.71753	9.130546	33.3333	100

El criterio estadístico a seguir para asignar al IGC valores “0” o “1” para esta variable consiste en crear dos regiones: una en la que el porcentaje de consejeros independientes en relación al tamaño del consejo es “alto” y otra en la que dicho porcentaje es “bajo”.

Entonces, sí el porcentaje de consejeros independientes con respecto al total de directivos supera el 73,58% (valor que se corresponde con la media menos una desviación típica) se le asigna valor “1”, y en caso contrario valor “0” (ver Gráfico 4.4.2). Esto es, se considera que si el porcentaje de consejeros independientes es inferior a la media menos una desviación típica, el consejo de administración no cumple los criterios de independencia que requieren las prácticas de buen gobierno. Al igual que en el caso anterior, los resultados obtenidos con el criterio estadístico utilizado se asemejan a los resultados obtenidos en diversas investigaciones, lo que aporta mayor robustez a nuestro criterio (Matolcsy et al. 2004).

Gráfico 4.4.2. La variable (indepdir)



4.4.3. Estructura de liderazgo: Dualidad

La elección de que la dirección y la presidencia se concentren o no en una misma persona, se denomina dualidad. La opción más recomendada tanto en el Informe Cadbury (1992) como en diversos estudios de investigación es que la estructura de liderazgo de la empresa se asigne a diferentes personas, es decir, que el director (“CEO”) sea una persona diferente al presidente (“Chairman”) (Boyd 1995; Dahya et al. 2009; DeRue et al. 2009; Dey et al. 2010). De hecho, desde el enfoque de la teoría de la agencia, la falta de independencia del líder empresarial hace más complicada la dirección correcta de la empresa (Jensen 1993).

A la variable dualidad se le asigna valor “1” cuando el director (“CEO”) y el presidente del consejo (“Chairman”)⁵¹ son distinta persona (“CEO” ≠ “Chairman”) y “0” en caso contrario⁵².

Como se observa en la siguiente tabla, donde se presentan los estadísticos básicos de la variable (dualidad), en la mayor parte de las empresas de la muestra, el director (“CEO”) y el Presidente (“Chairman”) coinciden en una misma persona. El CEO y el Presidente no son la misma persona sólo en 210 de los casos, mientras que coinciden en 1201 de los mismos⁵³. En consecuencia, el valor de la media de (dualidad) es muy próximo a cero (0,15) (ver Tabla 4.4.3. y Gráfico 4.4.3.)

⁵¹ En ausencia del Chairman, se ha comparado al CEO con el President y otorgado el valor 1 si desempeñaba el mismo cargo.

⁵² En la literatura existente, al revés que en nuestra investigación, se asigna valor 1 cuando el CEO y el Chairman son la misma persona.

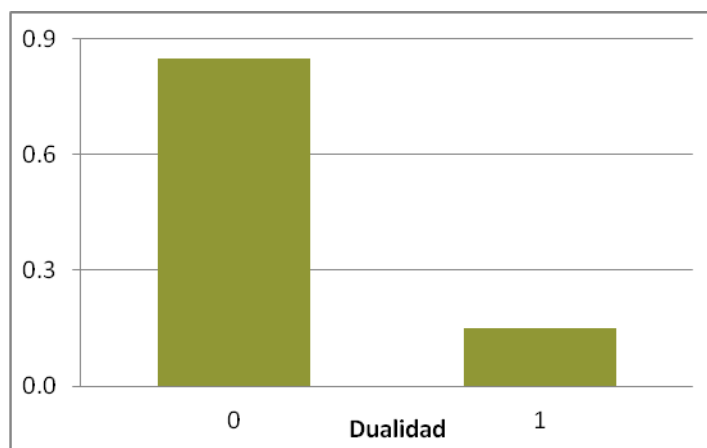
⁵³ “Corporate U.S.A. appears to be in no great hurry to abandon duality” (Baliga 1996)

Tabla 4.4.3. La variable (dualidad)

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
dualidad	1411	.1488306	.3560476	0	1

dualidad	Freq.
0	1,201
1	210

Gráfico 4.4.3. La variable (dualidad)



4.4.4. Número de reuniones del consejo de administración

La variable (nreuniones), entendida como el número de reuniones realizadas por el consejo de administración al año, presenta un mínimo de 4 reuniones y un máximo de 39, con una media de 8 reuniones al año y una desviación típica de 3,12. La distribución de frecuencias es asimétrica a la derecha y el número de reuniones anuales se concentra entre 5 y 9 (ver Tabla 4.4.4.).

Tabla 4.4.4. La variable (nreuniones)

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
nreuniones	1416	8.068503	3.12613	4	39

Núm. Reuniones	Freq.
4	79
5	143
6	261
7	241
8	211
9	162
10	98
11	63
12	41
13	33
14	19
15	22
16	12
17	11
18	7
19	3
20	1
22	3
23	3
24	1
25	1
39	1

El criterio, al igual que para la variable (tdirlnact), es asignar valores “0” o “1” considerando tres intervalos o regiones en su distribución:

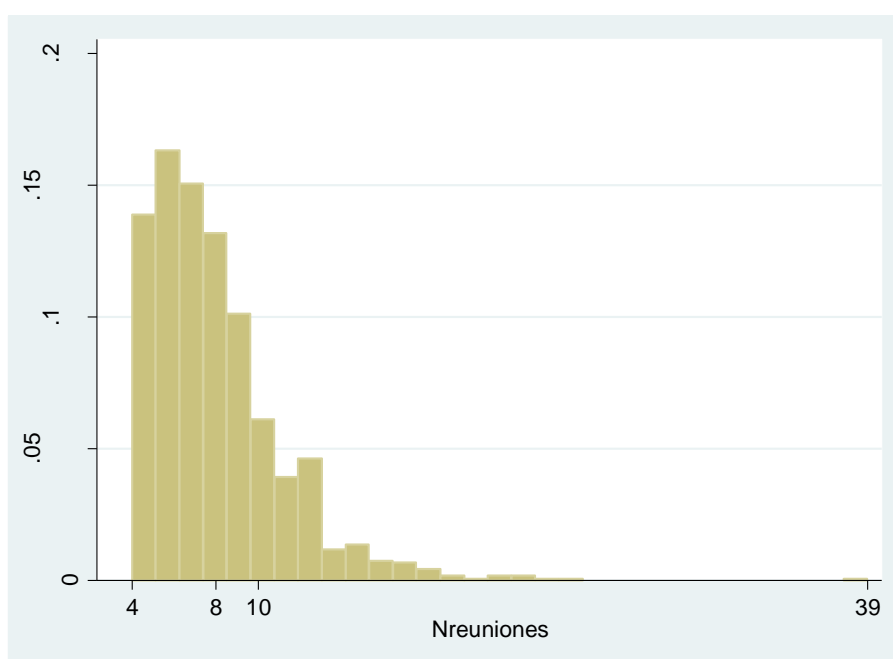
Región 1: que corresponde a los valores de (nreuniones) que se encuentran entre la media y más/menos una desviación típica.

Región 2: que corresponde a los valores de (nreuniones) que se son superiores a la media más una desviación típica.

Región 3: que corresponde a los valores de (nreuniones) que se son inferiores a la media menos una desviación típica.

De forma que la variable (nreuniones) toma valor “1” si pertenece a la región 1 y valor “0” si se encuentra en las regiones 2 y 3. Cuando la variable (nreuniones) se encuentra entre 4 (media – una desviación típica) y 10 (media + una desviación típica), ambos incluidos, correspondientes a la región 1, el indicador toma valor 1, mientras que cuando toma valores en las dos regiones de las colas, toma valor 0 (ver Gráfico 4.4.4).

Gráfico 4.4.4. La variable (nreuniones)



Por tanto, el número de reuniones más adecuado se encuentra entre 4 y 10. En nuestra muestra no existe ninguna empresa que no haga un mínimo de 4 reuniones al año y a partir de 10 reuniones el número de empresas baja de manera significativa. Los resultados están en línea con otras investigaciones tales como Vafeas (1999), que obtiene una media de 7 reuniones al año con una desviación de 2,66 y el estudio de Adams, Mehran (2005) una media de 8,48 reuniones al año con una desviación de 3,30. Por su parte Brick (2010) obtiene una media de 7.2 reuniones al año con una desviación de 3,05 entre otros.

4.4.5. Remuneración del consejo de administración:

Del mismo modo que la variable total de directivos ($tdirectivos$), la remuneración media anual a los directivos del consejo se relaciona con el tamaño de la empresa ($lnact$). Se considera que la remuneración depende del tamaño de las compañías, puesto que no se remunera igual a los directivos de las grandes empresas que de las pequeñas. De esta manera se logra un indicador más preciso.

La variable ($retlnactiv$), se construye dividiendo la remuneración media anual a los directivos por el logaritmo neperiano del activo de la empresa. Esta variable sigue una distribución asimétrica a la derecha y muestra los siguientes estadísticos básicos: (ver Tabla 4.4.5.a).

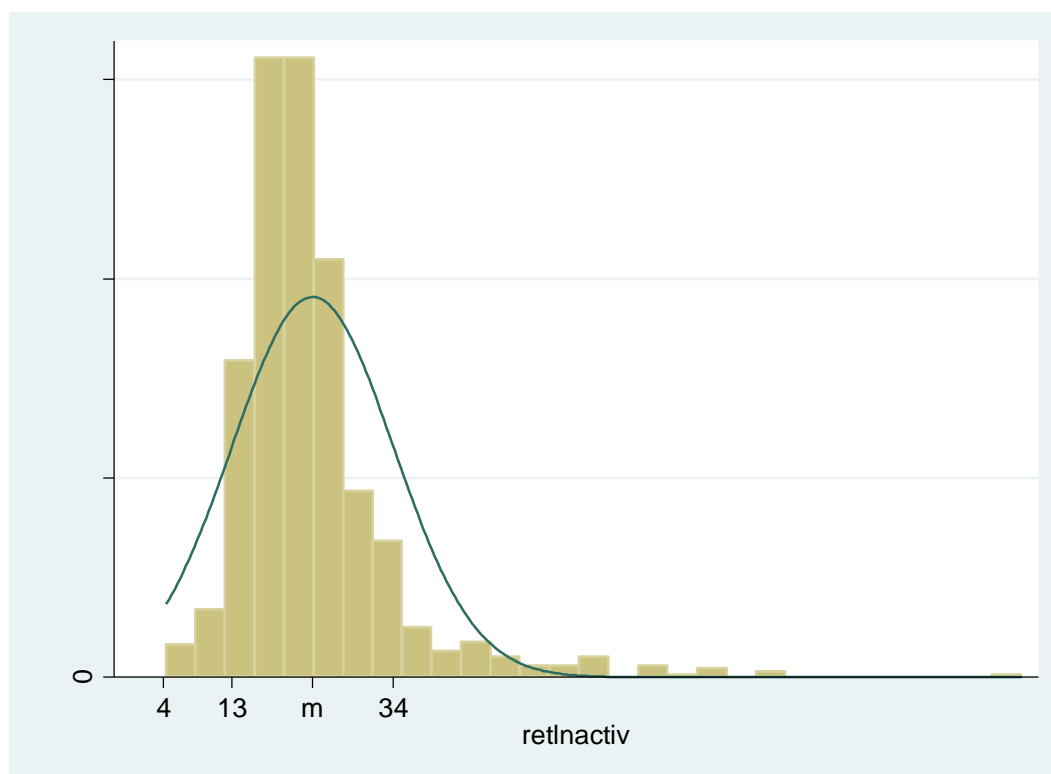
Tabla 4.4.5.a. La variable ($retlnactiv$)

variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
$retlnactiv$	880	23546.57	10447.1	4573.6	115319.2

El criterio a seguir, al igual que en otros casos anteriores, es considerar tres regiones en la distribución de ($retlnactiv$) y asignar valores “0” o “1” según la correspondiente región. Esto es, el indicador toma valor “1” si ($retlnactiv$) pertenece a la región 1, delimitada por la media más/menos una desviación típica, y valor “0” si ($retlnactiv$) se encuentra en las regiones 2 y 3, que corresponden a las colas de la distribución.

De esta forma, cuando la variable ($retlnactiv$) se encuentra entre 13.099,47 (media – una desviación típica) y 33.993,67 (media + una desviación típica) correspondientes a la región 1, el indicador toma valor 1, mientras que toma el valor cero para los valores de la variable que pertenecen a las regiones 2 y 3 (Ver Gráfico 4.4.5.a).

Gráfico 4.4.5.a. La variable (retlnactiv)



La variable (retribuc) original también sigue una distribución asimétrica a la derecha con los siguientes estadísticos básicos (ver Tabla 4.4.5.b.). La media de las retribuciones que perciben los consejeros es de \$221,665 al año, con una desviación típica de \$97,571. En la muestra, la retribución mínima es de \$47,645 y la máxima de un millón de dólares.

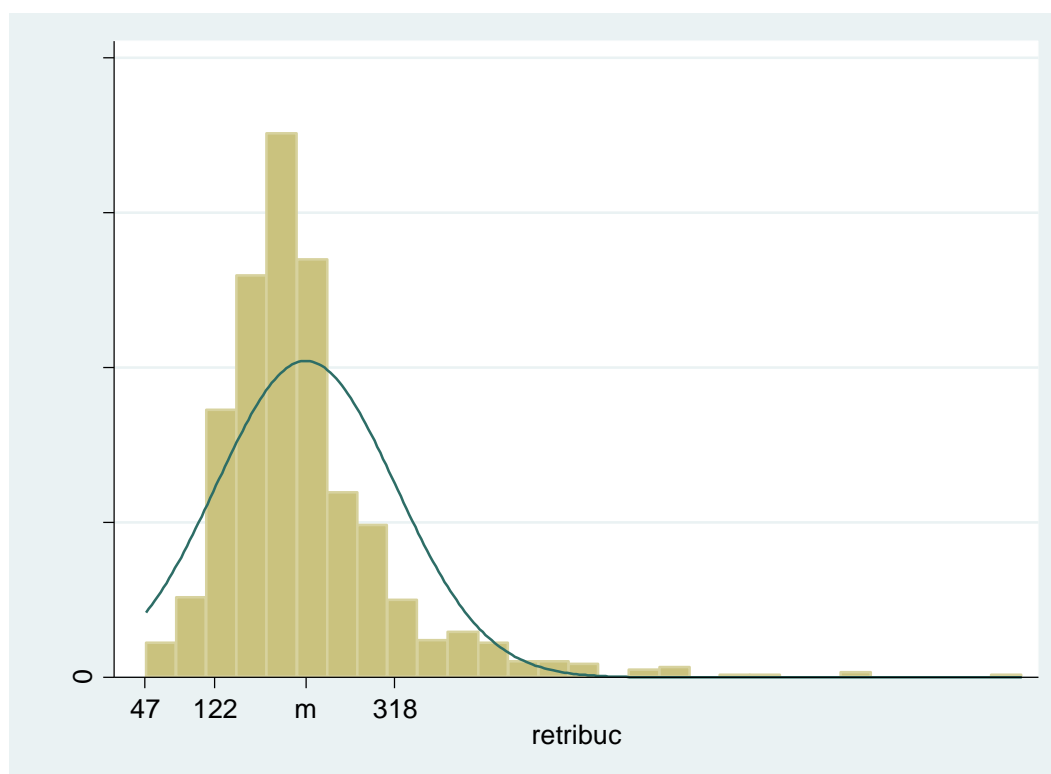
Tabla 4.4.5.b. La variable (retribuc)

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
retribuc	880	221665.6	97571.38	47645	1000000

Al igual que en el caso de la variable número de directivos, también referenciada al tamaño de la empresa, con objeto de trasladar los intervalos calculados para la variable retlnact (retribución media anual en relación al

tamaño de la empresa) a la variable original retribución media anual (retribuc), se deshace la transformación realizada. Para ello, lo mismo que en el caso anterior, se multiplican los valores de los intervalos de retlnact por el valor medio del logaritmo de los activos, lo que permite expresar dichos intervalos en términos de la retribución media anual. De esta forma, la remuneración anual (retribuc) que se considera adecuada para la muestra se encuentra entre \$22.567,29 y \$318.075,74 ambos incluidos⁵⁴, correspondientes a la región 1 del indicador (ver Gráfico 4.4.5.b).

Gráfico 4.4.5.b. La variable (retribuc)



En el siguiente cuadro se muestran los valores más adecuados obtenidos para cada una de las variables del indicador, así como los valores resultantes para las variables originales.

⁵⁴ La remuneración es calculada como $\text{retlnact} \cdot \text{medialnact}$, es decir $(13.098,9 \cdot 9,357068 = 122.567,29$ y $33.993,1 \cdot 9,357068 = 318.075,74)$

Cuadro Resumen de los valores más adecuados de las variables que componen el indicador y los resultantes para las variables originales

Vbles IGC	TdirInact	Indep	Dualidad	Nreuniones	RetInact
Valores más adecuados	(0,950 -1,332)	>73,5%	1	(4-10)	(13.098,9-33.993,1)
Valoración en el IGC	1punto	1punto	1punto	1punto	1punto
Vbles orig	Tdirectivos	Indep	Dualidad	Nreuniones	Remunerac.
Equival.	(9-12)	>73,5%	1	(4-10)	(\$122.567,29-\$318.075,74)

CAPITULO 5. ANALISIS DE LOS RESULTADOS Y DISCUSIÓN

5.1. Análisis descriptivo

El análisis descriptivo de las variables que se consideran en el estudio (ver tabla 5.1.A) muestra que todas las variables presentan una media positiva para el periodo (2004-2009) a excepción de la variable (difnumrcrg), lo que significa que, en media el resultado contable es mayor que el global.

La media del indicador de gobierno corporativo (igc) es 3.06 con una desviación típica relativamente pequeña (0.95), lo que denota que existe una gran concentración de los valores del indicador alrededor de la media. Además, el valor medio del indicador es superior a 2,5 (media de la distribución teórica del igc que toma valores entre 0-5). Esto indica que la mayoría de las empresas de la muestra tienen un buen nivel de gobierno corporativo, con una media muestral superior a la media teórica y alta concentración de los datos alrededor del valor medio.

Los consejos de administración en las empresas de la muestra están compuestos en media por 10.64 directivos (tdirectivos) con una desviación típica de 1.95. El consejo de menor tamaño tiene 5 directivos, mientras que el mayor cuenta con 18. Respecto al número de consejeros independientes (independ), la media es de 8.82, siendo el mínimo de tres consejeros independientes y el máximo de 17.

La variable (dualidad) sólo toma dos valores: 1 si el CEO y el presidente del consejo son distintas personas y 0 si ambos cargos recaen en la misma persona. La media (0.15) es muy próxima a cero, lo que refleja el hecho de que en la gran mayoría de las empresas de la muestra CEO y presidente son la misma persona.

En las empresas de la muestra, los consejos de administración tienen por término medio ocho reuniones al año (nreuniones), con una desviación

típica de 3.12. Todos los consejos tienen un mínimo de 4 reuniones al año, lo que obliga la ley para la aprobación de los estados financieros trimestrales, y el valor máximo es de 39 reuniones anuales.

En cuanto a la retribución media anual que percibe cada consejero (retribuc), hay que señalar que sólo se dispone de 880 observaciones sobre un total de 1422, lo que indica que muchas de las empresas de la muestra no hacen pública esta información. La retribución anual media por directivo es de \$221,665 con una desviación típica relativamente alta, superior a \$97,000. La retribución mínima es de \$47,645 anuales y la máxima de un millón de dólares.

La media de la rentabilidad sobre los activos (ROA) es de 6.66, con una desviación típica muy alta (7.79), lo que indica una gran dispersión alrededor de la media del valor de este ratio en las empresas de la muestra. De hecho, el valor mínimo es -85.26 y el valor máximo 34.44. La rentabilidad de los accionistas (ROE) presenta todavía una mayor dispersión, con un valor medio de 17.03 y una desviación típica de 30.80, siendo -629.58 y 330.35 sus valores mínimo y máximo respectivamente.

Respecto al resultado global (rg), la media es de de \$1,480 millones y la desviación típica de \$3,767 millones lo que, al igual que en los ratios anteriores, indica que las empresas de la muestra tienen rentabilidades con una gran volatilidad alrededor de la media. De hecho, el valor mínimo es un (rg) negativo de \$-24,199 millones y el valor máximo de \$45,361 millones. Algo similar se aprecia para el resultado contable (rc), donde los datos también presentan una gran dispersión alrededor de la media, con un valor medio de \$1,503 millones, una desviación típica de \$3,613 millones, un valor mínimo de \$-16,998 millones y un valor máximo de \$45,220 millones.

La variable (mprg3vabales) toma los valores 0, 1 y 2 según las empresas hayan optado por presentar sus resultados con el “modelo 0”, el “modelo 1” o el “modelo 2” respectivamente. El valor medio es de 0.23, lo que indica que para la mayoría de las empresas de la muestra esta variable toma el valor cero, esto es, que la mayoría de las empresas han optado por el “modelo 0”. Resultados

similares se obtienen para la variable (mprg2vables), que agrupa en una misma categoría el “modelo 1” y el “modelo 2”, en cuyo caso toma el valor 1, mientras que toma el valor 0 para las empresas que presentan sus resultados con el “modelo 0”. El valor medio de esta variable también es muy próximo a cero (0.21), lo que vuelve a poner de manifiesto que la mayoría de las empresas de la muestra han optado por el “modelo 0”.

La variable (difnumrcrg) se construye como la diferencia entre el resultado global (rg) menos el resultado contable (rc). La media es \$-42.26 millones, que al ser negativa indica que, para las empresas analizadas, en media el resultado contable es mayor que el global. Los valores de esta variable también presentan una dispersión muy alta alrededor de la media, siendo la desviación típica \$1,359 millones, el valor mínimo \$-30,177 millones y el valor máximo \$16,898 millones. A partir de esta variable, se construye (difrcrg), que toma el valor 1 si la variable (difnumrcrg) es positiva ($rg > rc$) y el valor 0 si es negativa ($rg < rc$).

El valor de mercado (vm) de las empresas también presenta una dispersión muy alta alrededor de la media, con un valor medio de \$26,762 millones y una desviación típica de \$46,941 millones. La variable (lnact) es el logaritmo neperiano del activo total de las empresas. El nivel de endeudamiento de las empresas (leverage) se calcula como el ratio entre el nivel de pasivo y el nivel de endeudamiento. Por último, el volumen de ventas de las empresas (sales) también presenta una gran dispersión, siendo la media \$26,937 millones, el valor mínimo \$1,011 millones y el valor máximo \$986,917 millones.

Tabla 5.1.A. Estadísticos descriptivos de las variables

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
igc	1422	3.056259	.9489056	0	5
tdirectivos	1416	10.63912	1.947108	5	18
independ	1416	8.817797	1.953703	3	17
dualidad	1411	.1488306	.3560476	0	1
nreuniones	1416	8.068503	3.12613	4	39
retribuc	880	221665.6	97571.38	47645	1000000
roa	1415	6.63294	7.788037	-85.26	34.44
roe	1403	17.03565	30.80126	-629.58	330.35
rg	1380	1480.49	3767.593	-24199	45361
rc	1398	1503.693	3613.102	-16998	45220
mprg3vb1es ⁵⁵	1414	.2263083	.460454	0	2
mprg2vb1es ⁵⁶	1414	.2079208	.4059634	0	1
difnumrcrg ⁵⁷	1398	-42.26564	1359.343	-30177	16898.72
difrcrg ⁵⁸	1380	.592029	.4916359	0	1
vm	1421	26762.6	46941.05	548.75	504240
lnact	1421	9.357068	1.101083	6.921481	13.58957
leverage	1332	1.712099	.9347542	1.006	9.35986
sales	1332	26937.93	79717.43	1011	986917

Seguidamente, se presenta la matriz de correlaciones de las variables anteriores. En general las correlaciones son bajas. Sin embargo, existe una alta correlación entre el número de consejeros independientes y el tamaño del consejo (86%), al igual que argumentan otras investigaciones (Matolcsy et al. 2004). También existe una elevada correlación entre el ROA y el ROE (71%), el resultado global y el contable (93%), y el valor de mercado con el resultado contable (89%), con el resultado global (85%) y con el logaritmo de los activos (63%) (ver Tabla 5.1.B).

⁵⁵ mprg3vb1es: toma los valores 0, 1 y 2 según los resultados se presenten con el modelo 0, el modelo 1 o el modelo 2 respectivamente

⁵⁶ mprg2vb1es: toma el valor 0 si los resultados se presentan con el modelo 0 y el valor 1 si se presentan con el modelo 1 o el modelo 2

⁵⁷ difnumrcrg: resultado global (RG) – resultado contable (RC)

⁵⁸ difrcrg: toma valor 1 si la variable difnumrcrg es positiva (RG>RC) y valor 0 si es negativa (RG<RC)

Tabla 5.1.B. Correlaciones

	igc	tdirectivos	independ	dualidad	retribuc	roa	roe	rg	rc	mprg3vbles	mprg2vbles	difnumrcrg	difrcrg
igc	1.0000												
tdirectivos	0.0721	1.0000											
independ	0.2166	0.8629	1.0000										
dualidad	0.3002	-0.0263	-0.1055	1.0000									
retribuc	-0.1529	-0.0166	0.0226	0.0862	1.0000								
roa	-0.0749	-0.0014	-0.0046	-0.0769	0.0948	1.0000							
roe	0.0001	0.0548	0.0573	-0.0563	-0.0210	0.7120	1.0000						
rg	-0.0451	0.2331	0.2105	-0.1029	0.1774	0.3332	0.1937	1.0000					
rc	-0.0447	0.2528	0.2291	-0.1096	0.1933	0.3419	0.2100	0.9316	1.0000				
mprg3vbles	-0.0333	0.0085	0.0312	-0.0131	-0.0126	0.0388	-0.0369	-0.0035	-0.0046	1.0000			
mprg2vbles	-0.0163	0.0355	0.0506	-0.0147	-0.0326	0.0377	-0.0432	0.0055	0.0042	0.9648	1.0000		
difnumrcrg	-0.0070	-0.0206	-0.0207	0.0037	-0.0182	0.0212	-0.0170	0.3111	-0.0555	0.0023	0.0041	1.0000	
difrcrg	-0.0080	-0.0453	-0.0461	-0.0153	-0.0703	0.0674	0.0398	0.1456	0.0258	0.0012	-0.0111	0.3326	1.0000
vm	-0.0567	0.2738	0.2265	-0.1051	0.2400	0.2290	0.1022	0.8547	0.8930	-0.0346	-0.0269	0.0128	0.0612
lnact	-0.0341	0.4532	0.4315	-0.1751	0.2059	0.0215	0.0089	0.5025	0.5463	0.0624	0.0847	-0.0483	-0.0240
leverage	-0.0515	0.0842	0.0673	0.1288	0.2486	0.1513	-0.0069	0.1389	0.1332	0.0827	0.0800	0.0331	0.0393
sales	0.0159	0.1287	0.0921	-0.0541	0.0769	-0.0021	-0.0031	0.4238	0.4670	-0.0544	-0.0504	-0.0567	0.0272
sector	0.0766	-0.0612	0.0367	0.0575	-0.0746	-0.0813	-0.0626	-0.0783	-0.0729	0.1108	0.1198	-0.0245	-0.0148
		vm	lnact	leverage	sales	sector							
vm		1.0000											
lnact		0.6303	1.0000										
leverage		0.1799	0.2037	1.0000									
sales		0.4735	0.3046	-0.0734	1.0000								
sector		-0.0848	0.0447	-0.0428	-0.0896	1.0000							

5.1.1. Análisis descriptivo del nivel de gobierno corporativo

En la Tabla 5.1.1.1a se presentan los estadísticos básicos del indicador (IGC) y la Tabla 5.1.1.1b y el Gráfico 5.1.1.1 muestran la distribución de frecuencias para los seis valores del indicador. El nivel de “cultura corporativa” medido por nuestro indicador refleja que las empresas de la muestra tienen un nivel medio-alto de gobierno corporativo. Se puede observar que más del 73% de las empresas presentan un IGC superior a 2 y que el valor (igc3) es el que más frecuencias concentra (37,7%), seguido del valor (igc4) (32,3%).

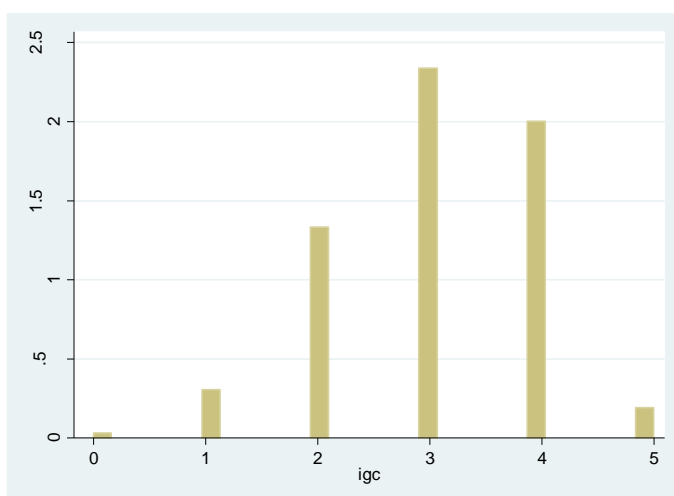
Tabla 5.1.1.1a. IGC

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
igc	1422	3.056259	.9489056	0	5

igc	Freq.	Percent	Cum.
0	7	0.49	0.49
1	70	4.92	5.41
2	306	21.52	26.93
3	536	37.69	64.63
4	459	32.28	96.91
5	44	3.09	100.00

Total	1,422	100.00
-------	-------	--------

Gráfico 5.1.1.1b. IGC

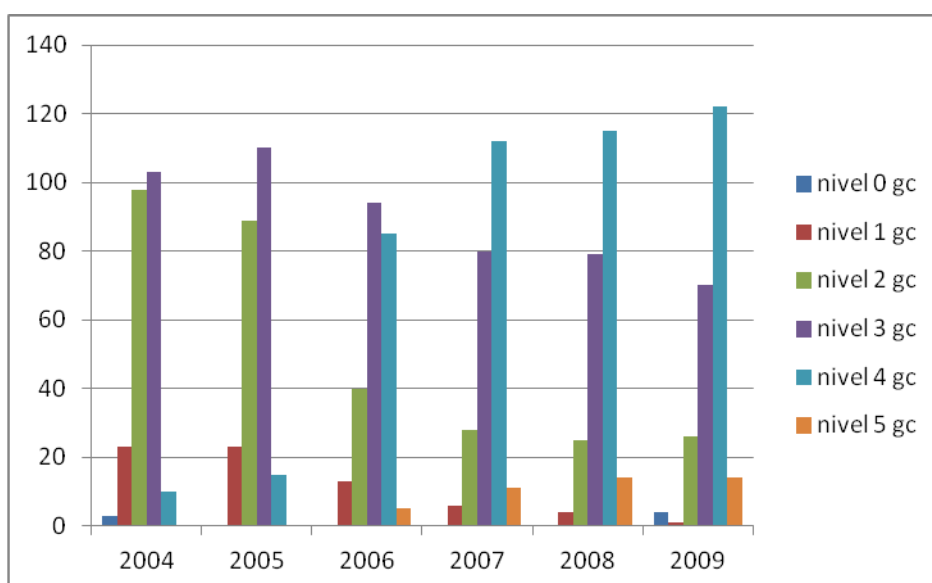


La Tabla 5.1.1.2 y el Gráfico 5.1.1.2 presentan la distribución del IGC para los seis años de la muestra. Es importante señalar que para los niveles altos de gobierno corporativo (igc4, igc5) el número de empresas va aumentando a lo largo del tiempo. En concreto, para el valor (igc4) el número de empresas pasa de 10 en el año 2004 a 122 en el año 2009 y para el valor (igc5) de 0 a 14. Mientras para los niveles inferiores de gobierno corporativo (igc0, igc1, igc2) ocurre lo contrario. El número de empresas con (igc1) pasa de 23 en 2004 a 1 en 2009 y con (igc2) de 98 en 2004 a 26 en 2009. Estos resultados indican que las empresas de la muestra presentan una evolución positiva del indicador de buen gobierno corporativo en los años considerados.

Tabla 5.1.1.2. IGC por años:

año	igc						Total
	0	1	2	3	4	5	
2004	3	23	98	103	10	0	237
2005	0	23	89	110	15	0	237
2006	0	13	40	94	85	5	237
2007	0	6	28	80	112	11	237
2008	0	4	25	79	115	14	237
2009	4	1	26	70	122	14	237
Total	7	70	306	536	459	44	1,422

Gráfico 5.1.1.2. IGC por años



En la Tabla 5.1.1.3. y el Gráfico 5.1.1.3. se presenta el comportamiento del indicador por sectores. La primera parte de la tabla 6 contiene la distribución del IGC en frecuencias absolutas, esto es, el número de empresas por sector. En la parte inferior de la tabla se presenta la distribución porcentual del indicador por sectores: porcentaje de empresas para cada valor del indicador para cada uno de los sectores. Como puede observarse, para todos los sectores, los mayores porcentajes de empresas se concentran en el valor (igc3), con porcentajes que oscilan entre el 31% y el 42%, a excepción del sector de materiales que presenta el 43,8% de sus empresas en el valor (igc4).

Cabe destacar el comportamiento del sector tecnológico, que presenta el porcentaje más bajo de empresas (31,2%) en el valor (igc3) y el segundo más bajo (27,9%) en el valor (igc4), mientras que en el valor (igc5) es significativamente mayor que el resto de los sectores, con el 8,7% de sus empresas, siendo 2,8% la media del porcentaje de empresas en (igc5) para todos los sectores.

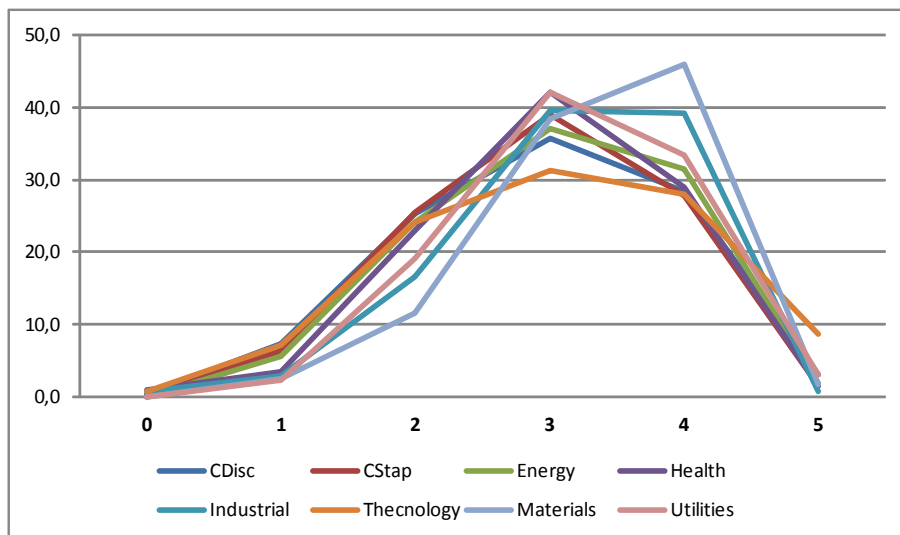
Tabla 5.1.1.3. IGC por sectores⁵⁹:

Sector	igc					
	0	1	2	3	4	5
C.D.	0.39%	7.36%	25.19%	35.66%	28.29%	3.10%
C.S.	0.00%	6.35%	25.40%	38.89%	27.78%	1.59%
Energy	0.00%	5.56%	24.07%	37.04%	31.48%	1.85%
Health	0.98%	3.43%	23.04%	42.16%	28.92%	1.47%
Indust	0.83%	2.92%	16.67%	39.58%	39.17%	0.83%
Thecno1	0.83%	7.08%	24.17%	31.25%	27.92%	8.75%
Mater	0.00%	2.50%	11.67%	38.33%	45.83%	1.67%
utili	0.00%	2.38%	19.05%	42.06%	33.33%	3.17%

⁵⁹ El gráfico del número de empresas por sectores se calcula como el número de empresas de un sector en cada valor del igc en relación al número de empresas de dicho sector.

sector	0	1	2	3	4	5
C.D.	1	19	65	92	73	8
C.S.		8	32	49	35	2
Energy		6	26	40	34	2
Health	2	7	47	86	59	3
Indust	2	7	40	95	94	2
Thecnol	2	17	58	75	67	21
Mater		3	14	46	55	2
Utili		3	24	53	42	4

Gráfico 5.1.1.3. IGC por sectores



5.1.2. Análisis descriptivo del modo de presentación del resultado global

En este apartado se realiza un análisis descriptivo del modo de presentación del resultado global (mprg3), analizando las preferencias que tienen los gestores en la presentación de la información contable, lo que se considera reflejo del nivel de transparencia de las empresas norteamericanas. En Estados Unidos las empresas tienen tres posibles alternativas para la presentación del resultado global según el FASB Statement n. 130 (1997).

- En el Estado de Cambios en el Patrimonio neto⁶⁰, como parte del patrimonio neto, que para nuestro estudio lo denominamos “Modelo 0”.
- En el Estado de Cuenta de Resultado Global desglosándose un epígrafe independiente a la Cuenta de Resultados tradicional⁶¹, que denominamos “Modelo 1”.
- O en un Estado de Cuenta de Resultados única⁶², integrando la cuenta de pérdidas y ganancias y las partidas del resultado global en un solo documento, y que denominamos “Modelo 2”.

De todas las alternativas factibles, la última opción es la más recomendable por el FASB⁶³ e investigaciones científicas, ya que consideran que refleja un resultado más ajustado a la realidad de la empresa, acercándose más a su valor de mercado y dotándola de una mayor transparencia. Por el contrario el modelo 0 es el menos recomendado (Hirst, Hopkins 1998; Maines, McDaniel 2000; Hunton et al. 2006, entre otros), a pesar de ser el modelo por el que optan la mayoría de las empresas norteamericanas desde la aprobación del SFAS 130 hasta nuestros días (Thompson et al. 2002).

En la muestra objeto de estudio, en el periodo temporal (2004-2009), se observa que la variable “modo de presentación del resultado global” (mprg3) contiene 1,414 observaciones, de las cuales 8 son valores no observados o perdidos⁶⁴ (“missing”). Las tablas 5.1.2.1 y el gráfico 5.1.2.1 resumen los estadísticos básicos de esta variable, que toma los valores 0, 1 y 2 correspondientes a los tres modelos de presentación de resultados. Como puede observarse, la mayoría de las empresas optan por presentar el resultado global en el Estado de Cambios en el patrimonio neto “modelo 0” (79.2 %), frente a un (19.0 %) que lo hace en el Estado de Cuenta de Resultado Global “modelo 1” y un (1.8%) en el Estado de Cuenta de Resultados única “modelo 2”. Nuestros resultados están en línea con otros como, por ejemplo, Thompson et al. (2002).

⁶⁰ Consolidated statement of changes in shareholders' equity.

⁶¹ Consolidated statement of CI. (Separately).

⁶² Consolidated statement of Income and CI.

⁶³ (FASB 1997, par. 74).

⁶⁴ Información no disponible en internet

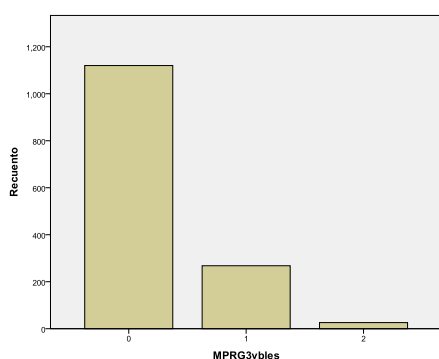
Tabla 5.1.2.1. Modo de presentación del resultado global (MPRG):

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
mprg3vbles	1414	.2263083	.460454	0	2

MPRG3vbles	Freq.	Percent	Cum.
0	1,120	79.21	79.21
1	268	18.95	98.16
2	26	1.84	100.00

Total	1,414	100.00	
-------	-------	--------	--

Gráfico 5.1.2.1. Modo de presentación del resultado global (MPRG):

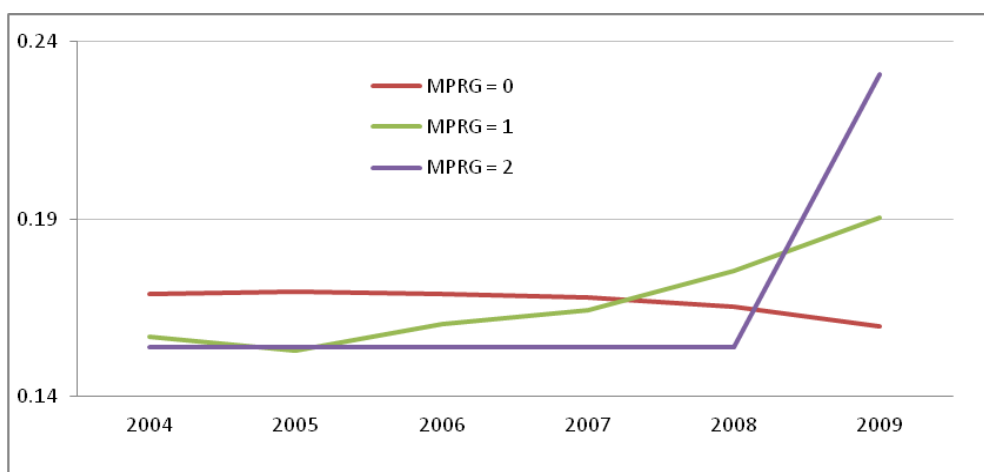


La tabla 5.1.2.2 y el gráfico 5.1.2.2 muestran la distribución de frecuencias de la variable mprg3vble en los años objeto de estudio. Como puede observarse, parece que la tendencia es pasar del modelo 0 a los modelos 1 y 2, si bien el proceso parece lento. Se ha pasado de un 19,6% de empresas con modelos 1 y 2 en 2004 a un 24,2% en 2009.

Tabla 5.1.2.2. MPRG por años

Anno/MP3	0	1	2	Total
2004	189	42	4	235
2005	190	41	4	235
2006	189	43	4	236
2007	188	44	4	236
2008	185	47	4	236
2009	179	51	6	236
Total	1,120	268	26	1,414

Gráfico 5.1.2.2. MPRG por años



Para realizar el análisis por sectores, se han unido los modelos 1 y 2 en el modelo 1+2. La unión de ambos modelos se debe al escaso número de empresas que optan por el modelo 2 en la muestra y que las dos alternativas se basan en el estado de cuenta de resultado global, en lugar de en el Estado del patrimonio neto. Los resultados se presentan en la tabla 5.1.2.3, que contiene la distribución de frecuencias absolutas y relativas, y en el gráfico 5.1.2.3, que recoge las frecuencias relativas.

Como puede observarse, el mayor porcentaje de empresas que optan por presentar el resultado global en el modelo 1+2 pertenecen al sector de la

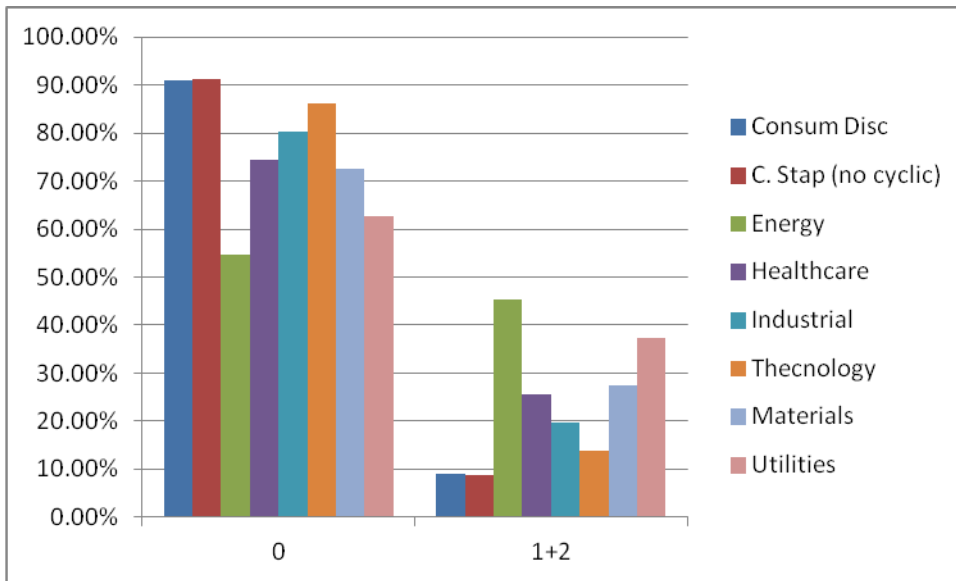
energía (45,4%), seguido del sector utilities (37,3%) y del sector de materiales (27,5%). Por el contrario, los dos sectores de consumo son los que presentan los porcentajes más bajos, con menos del 9% de sus empresas que optan por el modelo 1+2.

Tablas 5.1.2.3. MPRG por sectores

sector	mprg2vbles		Total
	0	1+2	
Consum Disc	233	23	256
C. Stap (no cyclic)	115	11	126
Energy	59	49	108
Healthcare	152	52	204
Industrial	188	46	234
Technology	207	33	240
Materials	87	33	120
Utilities	79	47	126
Total	1,120	294	1,414

sector	0	1+2
Consum Disc	91.02%	8.98%
C. Stap (no cyclic)	91.27%	8.73%
Energy	54.63%	45.37%
Healthcare	74.51%	25.49%
Industrial	80.34%	19.66%
Technology	86.25%	13.75%
Materials	72.50%	27.50%
Utilities	62.70%	37.30%
Total	79.21%	20.79%

Gráfico 5.1.2.3. MPRG por sectores



5.1.3. Relación del modo de presentación del resultado global con el nivel de cultura de gobierno corporativo

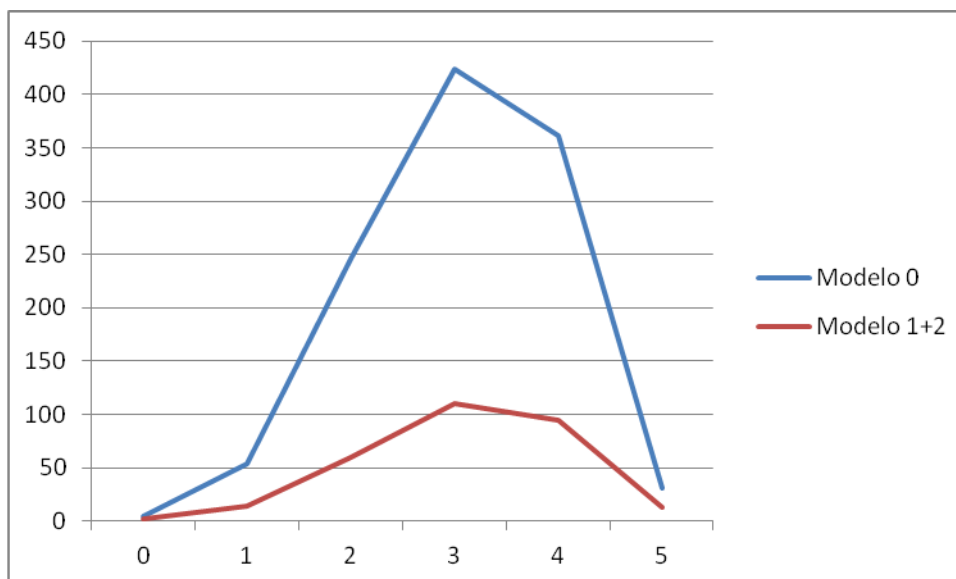
En la tabla 5.1.3.1 se muestra la distribución de frecuencias de las alternativas de presentación del resultado global de las empresas en Estados Unidos y la puntuación que éstas alcanzan en el IGC. En la primera parte de la tabla se consideran las tres alternativas existentes: modelo 0, modelo 1 y modelo 2, que se han definido en el apartado 5.1.2. En la segunda parte de la tabla se han agrupado el modelo 1 y el modelo 2, por lo que se consideran dos alternativas: la presentación del resultado global en el estado de cambios en el patrimonio neto (modelo 0) y el estado de cuenta de resultado global (modelo 1+2). Se observa que los niveles de (igc3) y (igc4) concentran el mayor número de empresas (en torno al 70%) tanto si han optado por presentar sus resultados según el modelo 0 o según el modelo 1+2. También hay que destacar que para las tres alternativas de presentación del resultado global, el número de empresas va aumentando desde el nivel igc0 hasta el nivel igc3, a partir del cual comienza a decrecer (ver Gráfico 5.1.3.2).

Tablas 5.1.3.1. MPRG/ IGC

igc	mprg3vbles			Total
	0	1	2	
0	4	1	1	6
1	54	14	0	68
2	246	49	11	306
3	424	103	7	534
4	361	89	6	456
5	31	12	1	44
Total	1,120	268	26	1,414

igc	mprg2vbles		Total
	0	1+2	
0	4	2	6
1	54	14	68
2	246	60	306
3	424	110	534
4	361	95	456
5	31	13	44
Total	1,120	294	1,414

Gráficos 5.1.3.2. MPRG/ IGC



5.2. Modelos empíricos

5.2.1a Modelos empíricos de rentabilidad empresarial en función del índice de gobierno corporativo (IGC)

Hipótesis 1a: Las empresas que tienen un elevado nivel de “cultura corporativa”, muestran mejores resultados empresariales.

Para contrastar esta hipótesis se utiliza el siguiente modelo lineal estimado por mínimos cuadrados ordinarios.

$$\text{Modelo 1a: } rg_{it} = \beta_0 + \beta_1(igc_{it}) + \beta_2(vm_{it}) + \beta_3(sales_{it}) + \beta_4(leverage_{it}) + \beta_5(anno2009_{it}) + \beta_6(anno2008_{it}) + \beta_7(anno2007_{it}) + \beta_8(anno2006_{it}) + \beta_9(anno2005_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Donde:

rg_{it} : Resultado Global de la empresa i en el año t

igc_{it} : Indicador de Gobierno Corporativo de la empresa i en el año t

vm_{it} : Valor de Mercado de la empresa i en el año t

$Sales_{it}$: Ventas de de la empresa i en el año t

$Leverage_{it}$: Endeudamiento de la empresa i en el año t

$anno200X_{it}$: variable ficticia que para cada empresa i toma el valor 1 para el año 200X y el valor 0 en caso contrario. La variable omitida es anno2004.

β_s' : Coeficientes desconocidos a estimar

ε_{it} : Perturbaciones aleatorias para la empresa i en el año t

Resultados del modelo

Tabla 1.a: Resultados del modelo 1.a

```
regress rg igcnvo vm sales leverage anno2009 anno2008 anno2007 anno2006
anno2005
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	1315
Model	1.3959e+10	9	1.5510e+09	F(9, 1305) =	375.60
Residual	5.3889e+09	1305	4129437.09	Prob > F =	0.0000
Total	1.9348e+10	1314	14724546.1	R-squared =	0.7215
				Adj R-squared =	0.7196
				Root MSE =	2032.1

rg	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
igc	120.7695*	68.2054	1.77	0.077	-13.03471 254.5738
vm	.0672292***	.001292	52.03	0.000	.0646945 .0697638
sales	.0012131	.0007857	1.54	0.123	-.0003282 .0027544
leverage	-96.56791	62.66364	-1.54	0.124	-219.5004 26.36458
anno2009	-6.403386	210.5909	-0.03	0.976	-419.5371 406.7303
anno2008	-835.4919***	209.1117	-4.00	0.000	-1245.724 -425.26
anno2007	118.2446	207.9586	0.57	0.570	-289.7251 526.2143
anno2006	158.8076	202.4035	0.78	0.433	-238.2643 555.8795
anno2005	-109.8482	196.8945	-0.56	0.577	-496.1126 276.4163
_cons	-456.1517*	243.6888	-1.87	0.061	-934.2164 21.91297

*, ** y *** indican coeficientes significativos al 10%, 5% and 1% respectivamente.

La estimación del coeficiente (β_1) correspondiente a la variable (IGC) es 120,76 y significativo al 10% (p-value: 7%), lo que indica que por cada punto que aumenta el indicador, el resultado global aumenta en 120.76 millones de dólares por término medio. La estimación del coeficiente (β_2) correspondiente a la variable valor de mercado es 0,067 y significativo al 1% (p-value: 0%), lo que indica que cuando el valor de mercado aumenta en una unidad (\$ 1 millón) el resultado global aumenta en \$ 0,067 millones por término medio.

Las ventas y el nivel de endeudamiento de la empresa no son claramente significativas, aunque presentan un p-value del 12% en los dos

casos y sus signos son los esperados: un aumento en las ventas tiene un efecto positivo en el resultado global, mientras que un aumento en el nivel de endeudamiento de la empresa tiene un efecto negativo.

Respecto a las variables ficticias anuales, sólo resulta significativa la variable anno2008 al 1% (p-value: 0%), con un coeficiente β_6 estimado de (-835.5), lo que indica que en el año 2008 el resultado global de las empresas fue, por término medio, unos \$835 millones más bajo que el correspondiente al año 2004. Aunque el coeficiente estimado para el año 2008 puede parecer elevado, si se observa la media del resultado global de las empresas por años que figura en la tabla siguiente (RG por años), se aprecia que la diferencia entre la media del resultado global en el año 2004 (\$1.435,3 millones) y el año 2008 (\$508,1 millones) es \$927,2 millones, por lo que el coeficiente estimado refleja este hecho.

RG por años

anno	mean
2004	1.435,329
2005	1.410,895
2006	1.905,818
2007	2.094,047
2008	508,092
2009	1.525,163

Las restantes variables ficticias anuales no son significativas, con p-values superiores al 40%, lo que indica que no hay diferencias significativas entre el resultado global en cada uno de estos años y el resultado global del año 2004.

Por consiguiente, para la **Hipótesis 1a**: Las empresas que tienen un elevado nivel de “cultura corporativa” muestran mejores resultados empresariales, los resultados obtenidos permiten no rechazar la hipótesis 1.a. El IGC tiene un efecto positivo y significativo en el resultado global, lo que presenta evidencia a favor de que el nivel de “cultura corporativa” influye de forma positiva en el resultado empresarial.

5.2.1b Modelos empíricos de rentabilidad empresarial en función de cada una de las variables del (IGC)

Hipótesis 1b₁: Las empresas que tienen un mayor tamaño del consejo, muestran mejores resultados empresariales.

Hipótesis 1b₂: Las empresas que tienen un porcentaje mayor de consejeros independientes, muestran mejores resultados empresariales.

Hipótesis 1b₃: Las empresas que tienen ausencia de dualidad (CEO ≠ Chairman), muestran mejores resultados empresariales.

Hipótesis 1b₄: Las empresas que convocan pocas reuniones entre sus directivos, muestran mejores resultados empresariales.

Hipótesis 1b₅: Las empresas cuyos directivos son mejor remunerados, muestran mejores resultados empresariales.

Para contrastar estas cinco hipótesis se utiliza el siguiente modelo lineal estimado por mínimos cuadrados ordinarios:

$$\text{Modelo 1b: } rg_{it} = \beta_0 + \beta_1(\text{tdlnactiv}_{it}) + \beta_2(\text{indeptdir}_{it}) + \beta_3(\text{dualidad}_{it}) + \beta_4(\text{nreuniones}_{it}) + \beta_5(\text{retlnactiv}_{it}) + \beta_6(\text{vm}_{it}) + \beta_7(\text{sales}_{it}) + \beta_8(\text{leverage}_{it}) + \beta_9(\text{anno2009}_{it}) + \beta_{10}(\text{anno2008}_{it}) + \beta_{11}(\text{anno2007}_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Donde:

rg_{it} : Resultado Global de la empresa i en el año t

tdlnactiv_{it} : El total de directivos en relación al tamaño de la compañía, de la empresa i en el año t

indeptdir_{it} : El porcentaje de directivos independientes, de la empresa i en el año t

$dualidad_{it}$: Separación o no del director y el presidente del consejo, de la empresa i en el año t . Toma el valor 1 si el presidente y el CEO son distinta persona y el valor 0 en caso contrario

$nreuniones_{it}$: El número de reuniones de la empresa i en el año t

$retlnact_{it}$: La retribución del los directivos en relación al tamaño de la compañía de la empresa i en el año t

vm_{it} : Valor de Mercado de la empresa i en el año t

$sales_{it}$: Ventas de de la empresa i en el año t

$leverage_{it}$: Endeudamiento de la empresa i en el año t

$anno\ 200X_{it}$: variable ficticia que para cada empresa i toma el valor 1 para el año 200X y el valor 0 en caso contrario. La variable omitida es anno 2006.

$\beta s'$: Coeficientes desconocidos a estimar

ϵ_{it} : Perturbaciones aleatorias para la empresa i en el año t

Dado que en los años 2004 y 2005 ninguna empresa proporciona información sobre la retribución a sus directivos, estos años no pueden incluirse en la estimación del modelo por lo que se consideran los datos de los años 2006-2009 y el número de observaciones se reduce a 821. ,.

Tabla 1.b: Resultados del modelo 1b

```
regress rg tdlnactiv indeptdir dualidad nreuniones retlnactiv vm sales
leverage anno2009 anno2008 anno2007
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	821
Model	1.0657e+10	11	968786249	F(11, 809) =	182.31
Residual	4.2989e+09	809	5313824.16	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.7126
				Adj R-squared =	0.7086
Total	1.4956e+10	820	18238454.3	Root MSE =	2305.2

rg	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tdlnactiv	562.386	446.1979	1.26	0.208	-313.4563	1438.228
indeptdir	22.91336**	9.598337	2.39	0.017	4.07278	41.75394
dualidad	17.45582	235.7579	0.07	0.941	-445.3136	480.2252
nreuniones	-67.94894**	27.64804	-2.46	0.014	-122.2193	-13.67859
retlnactiv	-.0013349	.0082589	-0.16	0.872	-.0175464	.0148766
vm	.0727606***	.0018929	38.44	0.000	.0690449	.0764762
sales	.0003004	.0012523	0.24	0.810	-.0021577	.0027585
leverage	-46.63211	103.8258	-0.45	0.653	-250.4319	157.1676
anno2009	-229.0735	239.8628	-0.96	0.340	-699.9004	241.7533
anno2008	-1036.181***	239.458	-4.33	0.000	-1506.214	-566.149
anno2007	-103.7927	238.6374	-0.43	0.664	-572.2141	364.6287
_cons	-2010.408	1007.219	-2.00	0.046	-3987.479	-33.33664

*, ** y *** indican coeficientes significativos al 10%, 5% and 1% respectivamente.

La estimación del coeficiente (β_2) correspondiente al porcentaje de directivos independientes del consejo es 22,91 y significativo al 5% (p-value: 1,7%) lo que indica que cuando el porcentaje de independientes sobre el total de directivos aumenta en 1 punto porcentual, cabe esperar que el resultado global aumente en \$22.92 millones por término medio. La estimación del coeficiente (β_4) correspondiente a la variable número de reuniones es -67,94 y significativo al 5% (p-value: 1,5%), lo que indica que por cada reunión adicional al año que tiene el Consejo, cabe esperar que el resultado global disminuya en \$67.85 millones por término medio. La estimación del coeficiente (β_6) correspondiente a la variable valor de mercado es 0,072 y significativo al 1% (p-value: 0%), lo que indica que cuando el valor de mercado aumenta en una

unidad (\$ 1 millón), el resultado global aumenta por término medio en \$ 0,072 millones.

Los coeficientes (β_1 , β_3 y β_5) correspondientes a las variables tamaño del consejo, dualidad y remuneración no son estadísticamente significativos, lo que indica que estas variables no afectan al resultado global.

Respecto a las variables ficticias anuales, al igual que en el Modelo 1.a, sólo resulta significativa la variable anno2008 al 1% (p-value: 0%), con un coeficiente β_6 estimado de -1036.18, lo que recoge el hecho de que el resultado global medio en 2008 es sensiblemente inferior al de los otros años. Por otro lado e igual que en el modelo 1.a, no se detectan diferencias significativas entre el resultado global medio en 2007, 2008 y 2009 respecto al año 2006.

Hipótesis 1b₁: Las empresas que tienen un mayor tamaño del consejo, muestran mejores resultados empresariales.

Al ser la variable tamaño del consejo no significativa (p-value: 20.8%), se rechaza la hipótesis 1b₁. Esto sugiere que el tamaño del consejo no afecta a los resultados de la empresa.

Hipótesis 1b₂: Las empresas que tienen un porcentaje mayor de consejeros independientes, muestran mejores resultados empresariales.

Los resultados obtenidos no rechazan la hipótesis 1b₂. Por lo tanto, las empresas que tienen un mayor porcentaje de consejeros independientes presentan, por término medio, mejores resultados empresariales.

Hipótesis 1b₃⁶⁵: Las empresas que tienen ausencia de dualidad (CEO ≠ Chairman), muestran mejores resultados empresariales.

⁶⁵ A la variable dualidad para el cálculo del índice se le asigna valor "1" cuando el director general ("CEO") y el presidente del consejo ("Chairman")⁶⁵ son distinta persona y "0" en caso contrario.

Al ser la variable dualidad no significativa (p-value: 94.2%), se rechaza la hipótesis 1b₃, lo que sugiere que el hecho de coincidir o no CEO y presidente en la misma persona no afecta a los resultados de la empresa.

Hipótesis 1b₄: Las empresas que convocan pocas reuniones entres sus directivos, muestran mejores resultados empresariales.

Los resultados obtenidos permiten no rechazar la hipótesis 1b₄, por tanto las empresas que tienen un número de reuniones no muy elevado presentan por término medio un resultado global mejor que las empresas que tienen más reuniones.

Hipótesis 1b₅: Las empresas cuyos directivos son mejores remunerados, muestran mejores resultados empresariales.

Al ser la variable retribución no significativa (p-value: 87,1%), se rechaza la hipótesis 1b₅, lo que sugiere que la retribución de los directivos no afecta a los resultados de la empresa.

En conclusión, las empresas que tienen un porcentaje mayor de consejeros independientes y menor número de reuniones son las que, por término medio, presentan un resultado global mayor.

5.2.2a Modelos empíricos de la transparencia informativa, el gobierno corporativo y la rentabilidad empresarial

Hipótesis 2a: Las empresas en las que se presenta la información contable de forma más transparente y que a su vez tienen un nivel de “cultura corporativa” más elevado, son las que muestran mejores resultados empresariales.

Para contrastar esta hipótesis se han reducido de tres a dos las alternativas de presentación el resultado global: en el Estado de cambios en el patrimonio neto (modelo 0) y en el Estado de Cuenta de Resultado Global (modelo 1+ modelo 2). El modelo propuesto es el siguiente:

$$\text{Modelo 2a: } rg_{it} = \beta_0 + \beta_1(igc_{it}) + \beta_2(mprg2vbles_{it}) + \beta_3(difrcrg_{it}) + \beta_4(vm_{it}) + \beta_5(sales_{it}) + \beta_6(leverage_{it}) + \beta_7(anno2009_{it}) + \beta_8(anno2008_{it}) + \beta_9(anno2007_{it}) + \beta_{10}(anno2006_{it}) + \beta_{11}(anno2005_{it}) + \epsilon_{it}$$

Donde:

rg_{it} : Resustado Global de la empresa i en el año t

igc_{it} : Indicador de Gobierno Corporativo de la empresa i en el año t

$mprg2vbles_{it}$: Modo de presentación del resultado global de la empresa i en el año t. Toma el valor 0 si la empresa presenta sus resultados con el modelo 0 y el valor 1 si opta por el modelo1 + modelo2.

$difrcrg_{it}$: Diferencia dicotómica entre el resultado global (rg) y el resultado contable (rc), de la empresa i en el año t. Toma valor 1 si $rg > rc$ y valor 0 si $rg < rc$

vm_{it} : Valor de Mercado de la empresa i en el año t

$sales_{it}$: Ventas de de la empresa i en el año t

$leverage_{it}$: Endeudamiento de la empresa i en el año t

$anno200X_{it}$: variable ficticia que para cada empresa i toma el valor 1 para el año 200X y el valor 0 en caso contrario. La variable omitida es anno2004.

β_s' : Coeficientes desconocidos a estimar

ϵ_{it} : Perturbaciones aleatorias para la empresa i en el año t

Tabla 2.a: Resultados del modelo 2a

```
regress rg igc mprg2vbles difrcrg vm sales leverage anno2009 anno2008
anno2007 anno2006 anno2005
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	1309
Model	1.4022e+10	11	1.2748e+09	F(11, 1297) =	312.47
Residual	5.2913e+09	1297	4079660.06	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.7260
				Adj R-squared =	0.7237
Total	1.9314e+10	1308	14765864.2	Root MSE =	2019.8

rg	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
igc	117.754*	68.35615	1.72	0.085	-16.34675 251.8547
mprg2vbles	328.3562**	138.2751	2.37	0.018	57.08876 599.6236
difrcrg	467.6199***	130.7123	3.58	0.000	211.1892 724.0506
vm	.0673602***	.0012855	52.40	0.000	.0648382 .0698822
sales	.0011933	.0007813	1.53	0.127	-.0003395 .002726
leverage	-116.8439*	62.50943	-1.87	0.062	-239.4746 5.786736
anno2009	16.61354	210.628	0.08	0.937	-396.5954 429.8225
anno2008	-561.8869**	220.7967	-2.54	0.011	-995.0447 -128.729
anno2007	54.27276	207.8341	0.26	0.794	-353.4551 462.0006
anno2006	152.4775	201.7227	0.76	0.450	-243.2609 548.216
anno2005	77.42351	202.5973	0.38	0.702	-320.0308 474.8778
_cons	-831.841	261.0447	-3.19	0.001	-1343.957 -319.7248

*, ** y *** indican coeficientes significativos al 10%, 5% and 1% respectivamente

Interpretación de resultados del modelo 2a:

La estimación del coeficiente (β_1) correspondiente a la variable (IGC) es 117,75 y significativo al 10% (p-value: 8,5%) lo que indica que por cada punto porcentual que aumenta el indicador, el resultado global aumenta en \$ 117,75 millones por término medio. La estimación del coeficiente (β_2) correspondiente a la variable modo de presentación del resultado global es 328,35 y significativo al 5% (p-value: 1,8%), lo que indica que las empresas que optan por el modo de presentación del modelo 1+2, obtienen en media un resultado global \$328.35 millones superior a las empresas que optan por el modelo 0.

La estimación del coeficiente (β_3) correspondiente a la diferencia dicotómica entre resultado global y contable es 467,61 y significativo al 1% (p-value: 0%), lo que indica que las empresas con un resultado global mayor que el contable presentan en media un resultado global superior en \$ 467 millones al de las empresas en que el resultado global es inferior al contable. La estimación del coeficiente (β_4) correspondiente a la variable valor de mercado es 0,067 y significativo al 1% (p-value: 0%), lo que indica que cuando el valor de mercado aumenta en una unidad (\$ 1 millón) el resultado global aumenta por término medio en \$ 0,067 millones. La estimación del coeficiente (β_6) correspondiente a la variable de endeudamiento es -116,84 y significativo al 10% (p-value: 6,2%), lo que indica que cuando el nivel de endeudamiento de las empresas aumenta en una unidad (\$ 1 millón) el resultado global disminuye por término medio en \$ 116,84 millones. La estimación del coeficiente (β_8) correspondiente a la dummy para el año 2008 es de -561,88 y significativo al 5% (p-value: 1,1%), lo que de nuevo recoge el hecho de que el resultado global medio en 2008 es sensiblemente inferior al del año 2004. Para el resto de los años, los coeficientes ($\beta_7, \beta_9, \beta_{10}, \beta_{11}$), no son significativos, lo que refleja que el resultado global medio de cada uno de estos años es estadísticamente igual al del 2004.

Hipótesis 2a: Las empresas que presentan la información contable más transparente y a su vez tienen un elevado nivel de “cultura corporativa”, son las que muestran mejores resultados empresariales.

Los resultados obtenidos no rechazan la hipótesis 2a, luego las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y además cuentan con un nivel elevado de “cultura corporativa”, son las que en media presentan mejores resultados empresariales.

5.2.2b Modelos empíricos de la transparencia informativa, las variables de gobierno corporativo y la rentabilidad empresarial

Hipótesis 2b₁: Las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y a su vez tienen un mayor tamaño del consejo, muestran mejores resultados empresariales.

Hipótesis 2b₂: Las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y a su vez tienen un porcentaje mayor de consejeros independientes, muestran mejores resultados empresariales.

Hipótesis 2b₃: Las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y a su vez mantienen ausencia de dualidad (CEO ≠ Chairman), muestran mejores resultados empresariales.

Hipótesis 2b₄: Las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y a su vez convocan pocas reuniones del consejo de administración, muestran mejores resultados empresariales.

Hipótesis 2b₅: Las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y a su vez sus directivos son mejor remunerados, muestran mejores resultados empresariales.

Para contrastar estas cinco hipótesis se utiliza el siguiente modelo lineal estimado por mínimos cuadrados ordinarios.

$$\begin{aligned} \text{Modelo 2b: } rg_{it} = & \beta_0 + \beta_1(\text{tdlnactiv}_{it}) + \beta_2(\text{indeptdir}_{it}) + \beta_3(\text{dualidad}_{it}) + \\ & \beta_4(\text{nreuniones}_{it}) + \beta_5(\text{retlnactiv}_{it}) + \beta_6(\text{mprg2vbles}_{it}) + \beta_7(\text{difrcrg}_{it}) + \beta_8(\text{vm}_{it}) + \\ & \beta_9(\text{sales}_{it}) + \beta_{10}(\text{leverage}_{it}) + \beta_{11}(\text{anno2009}_{it}) + \beta_{12}(\text{anno2008}_{it}) + \\ & \beta_{13}(\text{anno2007}_{it}) + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Donde:

rg_{it} : Resustado Global de la empresa i en el año t

$tdlnact_{it}$: El total de directivos en relación al tamaño de la compañía de la empresa i en el año t

$indeptdir_{it}$: El porcentaje de directivos independientes de la empresa i en el año t

$dualidad_{it}$: Separación o no del director y el presidente del consejo, de la empresa i en el año t . Toma el valor 1 si el presidente y el CEO son distinta persona y el valor 0 en caso contrario

$nreuniones_{it}$: El número de reuniones de la empresa i en el año t

$retlnact_{it}$: La retribución de los directivos en relación al tamaño de la compañía de la empresa i en el año t

$mprg2vbles_{it}$: Modo de presentación del resultado global de la empresa i en el año t . Toma el valor 0 si la empresa presenta sus resultados con el modelo 0 y el valor 1 si opta por el modelo 1 + modelo 2.

$difrcrg_{it}$: Diferencia dicotómica entre el resultado global (rg) y el resultado contable (rc), de la empresa i en el año t . Toma valor 1 si $rg > rc$ y valor 0 si $rg < rc$

vm_{it} : Valor de Mercado de la empresa i en el año t

$sales_{it}$: Ventas de la empresa i en el año t

$leverage_{it}$: Endeudamiento de la empresa i en el año t

$anno200X_{it}$: variable ficticia que para cada empresa i toma el valor 1 para el año 200X y el valor 0 en caso contrario. La variable omitida es año 2006.

$\beta s'$: Coeficientes desconocidos a estimar

ϵ_{it} : Perturbaciones aleatorias para la empresa i en el año t

Al igual que en el Modelo 1b, en los años 2004 y 2005 ninguna empresa proporciona información sobre la retribución a sus directivos. Por lo tanto, estos años no pueden incluirse en la estimación del modelo, así que se consideran los datos de los años 2006-2009 y el número de observaciones se reduce a 821. Se omite la variable dummy correspondiente al año 2006 para evitar multicolinealidad en el modelo.

Tabla 2.b: Resultados del modelo 2b

```
regress rg tdlactiv indeptdir dualidad nreuniones retlnactiv mprg2vbles difrcrg vm
regress rg tdlactiv indeptdir dualidad nreuniones retlnactiv mprg2vbles
difrcrg vm sales leverage anno2009 anno2008 anno2007
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	821
Model	1.0728e+10	13	825265088	F(13, 807) =	157.55
Residual	4.2271e+09	807	5238025.2	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.7174
				Adj R-squared =	0.7128
Total	1.4956e+10	820	18238454.3	Root MSE =	2288.7

rg	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tdlnactiv	648.8312	443.6192	1.46	0.144	-221.9526	1519.615
indeptdir	22.04088**	9.537286	2.31	0.021	3.320065	40.76169
dualidad	21.48026	234.0926	0.09	0.927	-438.0221	480.9826
nreuniones	-66.52551**	27.50142	-2.42	0.016	-120.5083	-12.54276
retlnactiv	.0014425	.0082401	0.18	0.861	-.014732	.0176171
mprg2vbles	369.1462*	194.0942	1.90	0.058	-11.84277	750.1352
difrcrg	624.9385**	195.3692	3.20	0.001	241.4468	1008.43
vm	.0727806***	.0018802	38.71	0.000	.0690899	.0764714
sales	.0002673	.0012446	0.21	0.830	-.0021756	.0027103
leverage	-75.3356	103.6422	-0.73	0.468	-278.7758	128.1046
anno2009	-173.7555	238.7469	-0.73	0.467	-642.3936	294.8827
anno2008	-672.6563**	262.9365	-2.56	0.011	-1188.776	-156.5362
anno2007	-147.5902	237.6461	-0.62	0.535	-614.0676	318.8872
_cons	-2625.259	1016.512	-2.58	0.010	-4620.579	-629.9391

*, ** y *** indican coeficientes significativos al 10%, 5% and 1% respectivamente.

Interpretación de resultados del modelo 2b:

La estimación del coeficiente (β_2) correspondiente al porcentaje de directivos independientes del consejo es 22,04 y significativo al 5% (p-value: 2,1% lo que indica que cuando el porcentaje de independientes sobre el total de directivos aumenta en 1 punto porcentual, cabe esperar que el resultado global aumente en \$22,04 millones por término medio.

La estimación del coeficiente (β_4) correspondiente a la variable número de reuniones es -66,52 y significativo al 5% (p-value: 1,6%), lo que indica que por cada reunión adicional que tiene el consejo al año, cabe esperar que el resultado global disminuya en \$66,52 millones por término medio.

La estimación del coeficiente (β_6) correspondiente a la variable modo de presentación del resultado global es 368,73 y significativo al 10% (p-value: 5,8%) lo que indica que las empresas que optan por la presentación del modelo 1+2, tienen un resultado global superior en \$ 369,14 millones, por término medio, al de las empresas que optan por el modelo 0.

La estimación del coeficiente (β_7) correspondiente a la variable dicotómica diferencia entre resultado global y contable es 624,93 y significativo al 1% (p-value: 0,001%), lo que indica las empresas con un resultado global mayor que el contable presentan en media un resultado global superior en unos \$ 625 millones al de las empresas en que el resultado global es inferior al contable.

La estimación del coeficiente (β_8) correspondiente a la variable valor de mercado es 0,072 y significativo al 1% (p-value: 0%), lo que indica que cuando el valor de mercado aumenta en una unidad (\$ 1 millón) el resultado global aumenta por término medio en \$ 0,072 millones.

Los coeficientes (β_1 , β_3 y β_5) no son estadísticamente significativos, lo que indica que las variables: Tamaño del consejo, Dualidad y Remuneración no afectan al resultado global.

Respecto a las variables ficticias anuales, se observan los mismos resultados que en los modelos anteriores. Sólo el coeficiente de la variable anno2008 es significativo (p-value: 0.011) y negativo (-672.65). Para el resto de los años, el resultado global no presenta diferencias significativas respecto al del año 2006.

Hipótesis 2b₁: Las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y a su vez tienen un mayor tamaño del consejo, muestran mejores resultados empresariales.

Como la variable tamaño del consejo no es significativa, se rechaza la hipótesis anterior, de forma que el tamaño del consejo no influye en el resultado global.

Hipótesis 2b₂: Las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y a su vez tienen un porcentaje mayor de consejeros independientes, muestran mejores resultados empresariales.

Los resultados obtenidos permiten no rechazar la hipótesis 2b₂, por tanto las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y un porcentaje mayor de consejeros independientes son las que presentan mejores resultados empresariales.

Hipótesis 2b₃: Las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y a su vez ausencia de dualidad (CEO≠Chairman), muestran mejores resultados empresariales.

Al ser la variable dualidad no significativa, se rechaza la hipótesis 2b₃, por lo que la variable dualidad no es relevante para explicar el resultado global de la empresa.

Hipótesis 2b₄: Las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y a su vez convocan pocas reuniones del consejo de administración, muestran mejores resultados empresariales.

Los resultados obtenidos permiten no rechazar la hipótesis 2b₄, por tanto las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y a su vez un número de reuniones no muy elevado, son las que presentan un mejor resultado global.

Hipótesis 2b₅: Las empresas en las que se presenta la información contable más transparente y a su vez sus directivos son mejor remunerados, muestran mejores resultados empresariales.

Como la variable retribución a los directivos no es significativa, se rechaza la hipótesis 2b₅, de forma que esta variable no afecta al resultado global.

En conclusión, las empresas que tienen un porcentaje mayor de consejeros independientes y menor número de reuniones y a su vez se presentan la información contable más transparente, son las que presentan mejores resultados empresariales.

5.3. DISCUSION DE LOS RESULTADOS

El análisis de los consejos de administración y de las buenas prácticas de gobierno corporativo ha sido uno de los principales temas de investigación en los últimos años. En la literatura existente se llevan a cabo análisis desde distintos puntos de vista. Esta investigación se centra en el impacto que tienen las características de los consejos de administración en materia de gobierno corporativo y la transparencia informativa en el resultado global.

Usando la información proporcionada por el Indicador “Spencer Stuart”, se obtienen las variables más utilizadas en la literatura de los consejos de administración: el tamaño, su independencia, la dualidad⁶⁶, el número de reuniones y la remuneración al mismo. Se contemplan estas variables por ser reflejo de las características propias de los consejos de administración de las empresas. Por el contrario, se consideran características ajenas: la estructura de propiedad de una compañía, su comité de auditoría, las medidas internas de supervisión u otras variables que son utilizadas en otros muchos estudios.

⁶⁶ La variable dualidad a excepción de las anteriores es obtenida directamente de las cuentas anuales de las empresas.

Puesto que el Consejo de administración es uno de los principales instrumentos que disponen los accionistas para controlar a los directivos de las empresas (Fama, Jensen 1983), las características de dichos consejos son claves para medir el “nivel de cultura organizativa” de las mismas. Este nivel puede medirse mediante la elaboración de un indicador que contenga estas u otras variables de gobierno corporativo, siendo muy diversos los indicadores que se han utilizado para ello (Gompers et al. 2003; Klapper, Love 2004; Beiner et al. 2006, Brown, Caylor 2006; entre otros)

Los estudios que analizan la relación entre la composición del consejo de administración y la divulgación voluntaria de información con la rentabilidad empresarial emplean distintos enfoques, pero sus resultados no son concluyentes, como se ha analizado en capítulos anteriores. Por un lado, utilizan diversas variables que definen las características de los consejos de administración (Daily, Johnson, Dalton 1999) y por el otro multitud de medidas de rentabilidad empresarial como: la rentabilidad sobre los activos (ROA), la rentabilidad sobre los accionistas (ROE), rentabilidad sobre la inversión (ROI), rentabilidad sobre las ventas (ROS), la Q de Tobin, el índice de precio a valor contable por acción (“Market-to-book ratio”), ganancias por acción (“Price earning ratio”) o el margen financiero, entre otras (Dalton 2011).

En esta investigación se utilizan únicamente las variables que caracterizan a los directivos del consejo y se utiliza como medida de rentabilidad empresarial el “resultado global” frente a otras usadas en otras investigaciones, por ser la magnitud que más se acerca al valor de mercado de la empresa (Ahn, Lee 2004; Arimany 2009; Kanagaretnam et al. 2009).

En los siguientes apartados se lleva a cabo una discusión de los resultados obtenidos en esta investigación frente a los de otras investigaciones. Primero se comparan los modelos que analizan el efecto de gobierno corporativo en la rentabilidad empresarial. Seguidamente, se incluye también en estos modelos la transparencia informativa, medida por el modo de presentación del resultado global por parte de los directivos de las empresas.

5.3.1. Relación entre el nivel de gobierno corporativo y la rentabilidad empresarial

Al igual que en esta investigación, existen autores que agrupan numerosas características de gobierno corporativo en un indicador con el fin de medir su eficacia. Son muy diversas las variables usadas y de muy amplio contenido, pero en la mayoría de los casos los resultados obtenidos entre el indicador y la rentabilidad empresarial son estadísticamente significativos y de signo positivo (Gompers et al. 2003; Klapper, Love 2004; Beiner et al. 2006; Brown, Caylor 2006; entre otros). Aunque dichos resultados no son comparables, puesto que ni sus indicadores contienen las mismas variables ni sus medidas de rentabilidad son la mismas en los modelos planteados, podemos afirmar que para una muestra de empresas estadounidenses pertenecientes al indicador S&P 500 para el periodo 2004-2009 los resultados muestran que, a mayor nivel de “cultura de gobierno corporativo” de las empresas, mayor rentabilidad empresarial de las mismas (ver modelo 1a).

La existencia de trabajos que analizan el efecto de cada una de las características del consejo de administración de las empresas en la rentabilidad empresarial (“performance”) son numerosos (Richart-Ramón et al. 2011), siendo los resultados obtenidos no concluyentes. Algunos estudios señalan que no existe evidencia significativa entre ciertas características del consejo de administración de las empresas y la rentabilidad empresarial. Por el contrario, otros señalan que existe una relación significativa de diversos signos, como se analizó previamente en el capítulo 2.

El modelo 1b estimado en el capítulo anterior analiza la relación entre cada una de las variables que componen el indicador de gobierno corporativo y el resultado global. Los resultados sugieren que el porcentaje de directivos independientes sobre el total de directivos y el número de reuniones son las dos variables que influyen en el resultado global, de manera positiva la primera y negativa la segunda. Es decir, que a mayor porcentaje de directivos independientes y menor número de reuniones, se consigue un mayor resultado

global. Ambas variables tienen una explicación clara ya que, por un lado, se espera que los directivos independientes van a dirigir la empresa de manera más profesional que los dominicales, al no tener intereses en la empresa y que, además, van a aplicar sus conocimientos a la gestión de la entidad, sin tener en cuenta intereses partidistas. Por otro lado, la celebración de reuniones del consejo tiene unos elevados costes para las empresas por lo que si se convocan menos reuniones, aunque más eficientes, se podría influir positivamente en los resultados. De hecho, las nuevas tecnologías también están mejorando la comunicación entre la empresa y su consejo de dirección sin tener que convocar más reuniones que las imprescindibles.

Sin embargo, dichos resultados son diferentes cuando se usan otras medidas de rentabilidad empresarial como el ROA, ROE o RC (ver modelos en el apéndice). Cuando se utiliza el ROE como medida de rentabilidad empresarial, los resultados muestran que el nivel de “cultura de gobierno corporativo” medido por el indicador no es significativo. Esto significa que el nivel de cultura corporativa no tiene un impacto directo claro en la rentabilidad de los accionistas. Además, la variable total de directivos es estadísticamente significativa con efecto positivo, mientras que el número de reuniones también es significativo pero influye de forma negativa a la rentabilidad empresarial. Es decir, que a mayor número de directivos, mayor rentabilidad para los accionistas, mientras que cuantas más reuniones se convoquen, menor rentabilidad para sus socios. En teoría, cuantos más directivos tenga el consejo, estos podrán trabajar más y mejor para aumentar la riqueza de los socios si bien, como se ha justificado anteriormente, el número de reuniones puede tener un elevado coste que reduzca los resultados y, por tanto, la rentabilidad de los accionistas.

Por otro lado, cuando se utiliza el ROA como medida de rentabilidad empresarial, los resultados muestran que el nivel de “cultura de gobierno corporativo” medido por el indicador resulta significativo pero con efecto negativo. Esto implica que a mayor nivel de cultura corporativa, menor rentabilidad empresarial. Adicionalmente, las variables dualidad y número de reuniones son significativas y también tienen un efecto negativo en el ROA.

Estos resultados negativos coinciden con la preferencia de los investigadores por la ausencia de dualidad: que el director ejecutivo y el presidente de la empresa sean diferentes personas. De la misma forma, un número de reuniones elevado puede tener un coste alto que reduzca la rentabilidad de los activos. Sin embargo, la retribución a los consejeros es significativa con un efecto positivo en la rentabilidad empresarial. En teoría, esta relación se debe al hecho de que en muchas ocasiones la retribución de los consejeros está estrechamente unida a la consecución de resultados positivos, de ahí que a mayor rentabilidad de los negocios, mayores rentabilidades para sus directivos.

En el caso de utilizar el resultado contable (RC) como medida de rentabilidad empresarial, los resultados sugieren que el nivel de “cultura de gobierno corporativo” medido por el indicador resulta significativo y con efecto positivo, al igual que el porcentaje de directivos independientes. Como se ha comentado anteriormente, a mayor cultura corporativa, mejores resultados contables, siendo el porcentaje de directivos independientes una variable clave para que se constate dicha relación positiva (Recoder de Casso, 2006).

Tabla 5.3.1 Resultados obtenidos de la relación entre las medidas de gobierno corporativo y el resultado empresarial

	ROE	ROA	RC	RG	Predicción
igc	(+ns)	(-)	(+)	(+)	(+)

Tdirlnact	(+)	(+ns)	(+ns)	(+ns)	(+)
Indeptdir	(+ns)	(-ns)	(+)	(+)	(+)
dualidad	(-ns)	(-)	(-ns)	(+ns)	(+)
n.reuniones	(-)	(-)	(-ns)	(-)	(-)
retlnact	(-ns)	(+)	(-ns)	(-ns)	(+)

Se considera que el resultado global (RG) es preferible a otras medidas de rentabilidad empresarial como la rentabilidad sobre los accionistas (ROE), la rentabilidad sobre los activos (ROA) y el resultado contable (RC), por ser la medida que mejor refleja el impacto del mercado en el resultado empresarial (Kanagaretnam et al. 2009; Arimany 2009). El ROE no tiene en cuenta el nivel de apalancamiento de la empresa ni su estructura de endeudamiento, el ROA ignora los gastos financieros que ocasiona la financiación ajena y el impuesto de sociedades, mientras que el RC es el saldo de la cuenta de pérdidas y ganancias, por lo que se basa únicamente en un enfoque de ingresos y gastos.

La rentabilidad sobre los activos (ROA) es preferible frente a la rentabilidad sobre los accionistas (ROE) como medida de rentabilidad empresarial, ya que este último aísla el efecto apalancamiento y no depende de la estructura de endeudamiento de las mismas. Del mismo modo se prefiere el resultado contable (RC) a las dos anteriores ya que la rentabilidad sobre los activos (ROA) prescinde para su cálculo de los gastos financieros que ocasiona la financiación ajena y del impuesto de sociedades. En esta investigación se usa el resultado global (RG) por ser la rentabilidad que más se acerca al valor de mercado de la empresa (Kanagaretnam et al. 2009; Arimany 2009).

En definitiva, los resultados que se obtienen dependen de la medida de rentabilidad empresarial utilizada, aunque todos los resultados siguen una lógica secuencial. Los resultados que se obtienen cuando la medida de rentabilidad empresarial es el resultado global (RG), parecen los mejores, como secuencialmente demuestra la Tabla 5.3.1, y por ser la medida que más se acerca al valor de mercado de las empresas (Kanagaretnam et al. 2009; Arimany 2009).

A continuación, se realiza una discusión del impacto en el resultado empresarial, al incorporar en el modelo la transparencia informativa. Se realiza una comparativa entre el indicador de gobierno corporativo junto con la transparencia informativa con las diversas medidas de rentabilidad empresarial utilizadas (ROA, ROE, RC y RG).

5.3.2. Relación entre la transparencia informativa, el gobierno corporativo y la rentabilidad empresarial

Partiendo del modelo anterior que relaciona el gobierno corporativo con los resultados empresariales, se añade al modelo la transparencia informativa, medida por la elección de presentación por parte de los directivos del resultado global.

Los resultados obtenidos en este modelo más completo muestran que ambas variables impactan de manera positiva en el resultado empresarial (ver modelo 2a). Un mayor nivel de gobierno corporativo junto con una mayor transparencia de la información (elección del Estado de Cuenta de Resultado Global frente al modelo de Estado de cambios en el patrimonio neto) muestran mejores resultados contables.

El impacto que tiene la transparencia informativa (mprg2vbles) en la rentabilidad empresarial es diferente según la medida de rentabilidad empresarial utilizada (ROA, ROE, RC o RG) (ver Tabla 5.3.2). Existe una ausencia de relación entre la transparencia informativa con el ROA y el ROE, mientras que si se utiliza tanto el resultado contable (RC) como el resultado global (RG), su impacto es positivo en los resultados. Sin embargo la variable de control de la transparencia informativa (mprg2vbles) es no significativa. Estos resultados demuestran al igual que el apartado anterior, que el resultado global es la medida que se puede considerar “óptima” para medir la rentabilidad empresarial.

En esta investigación, los resultados obtenidos muestran como la transparencia informativa (mprg2vbles) junto con el indicador (IGC) por un lado, y las variables de gobierno corporativo por el otro, tienen un impacto positivo en el resultado global, el mejor indicador que se puede utilizar como medida de rentabilidad empresarial.

Tabla 5.3.2. Resultados obtenidos de la relación entre las medidas de gobierno corporativo, la transparencia informativa y el resultado empresarial

Gobierno Corporativo:	ROE	ROA	RC	RG	Predicción
igc	(+ns)	(-)	(+)	(+)	(+)

Tdirlnact	(+)	(+ns)	(+ns)	(+ns)	(+)
Indeptdir	(+ns)	(-ns)	(+)	(+)	(+)
dualidad	(-ns)	(-)	(-ns)	(+ns)	(+)
n.reuniones	(-)	(-)	(-ns)	(-)	(-)
retlnact	(-ns)	(+)	(-ns)	(+ns)	(+)

Transparencia Informativa:	ROE	ROA	RC	RG	
mprg2vbles	(-ns)	(+ns)	(+)	(+)	(+)
difrcrg	(+ns)	(+ns)	(-ns)	(+)	(+)

CAPITULO 6. CONCLUSIONES, LIMITACIONES Y FUTURAS LINEAS DE INVESTIGACION

El objetivo de esta investigación es el estudio de la relación existente entre el nivel de “cultura de gobierno corporativo” que tienen los consejo de administración de las empresas y los resultados de las empresas que administran dichos consejos. Adicionalmente, se analiza cómo la incorporación de una buena transparencia informativa en el modelo genera igualmente un impacto positivo en los resultados. Es decir, unas buenas políticas de gobierno corporativo por parte de los dirigentes de las empresas junto con una mayor transparencia en sus estados financieros acercaría más a las compañías a su objetivo último de creación de valor.

La ética organizativa es vital a la hora de definir las políticas de gobierno corporativo que deben llevar a cabo sus dirigentes en las empresas. En esta línea es en la que deben actuar los responsables de las compañías para poder generar valor en las mismas. El concepto de “gobierno corporativo” ha ido evolucionando en los distintos países y ha generado la emisión de diversos códigos de gobierno corporativo muy diferentes entre sí. Esto se debe, principalmente, a que tanto la tradición legal como el grado de protección legal son diferentes en los distintos países. En el capítulo 1 también se ha demostrado como hay una estrecha relación entre la aparición de códigos éticos con los drásticos cambios económicos sufridos a lo largo de los años en la economía mundial, sobre todo con las situaciones de crisis, (ver Tabla 1 del Anexo).

El objetivo de todos los códigos de buen gobierno es proteger a los accionistas del poder de los directivos para evitar que obtengan unos beneficios oportunistas e interesados y, que en ocasiones, antepongan estos intereses a los de la compañía. En este capítulo se ha justificado como la teoría de la agencia, que estudia las relaciones entre accionistas y directivos así como los conflictos de intereses subyacentes entre ambos, es, de todas las teorías existentes aplicables al gobierno corporativo, la que más se ajusta a

esta investigación. Esta elección se justifica por el hecho de que las divergencias existentes entre accionistas y directivos, los denominados “problemas de agencia”, podrían reducirse mediante la existencia de consejos de administración más eficientes en materia de gobierno corporativo.

La eficiencia de los consejos de administración en materia de gobierno corporativo puede medirse a través de un indicador que recoja las características de los mismos (Gompers et al. (2003); Klapper, Love (2004); Beiner et al. (2006), Brown, Caylor (2006); Campa (2011)). Debido a que las variables utilizadas en estos estudios son muy diversas y de muy amplio contenido, dando lugar a indicadores de gobierno corporativo muy diferentes, en esta investigación se crea un indicador de gobierno corporativo que incorpora determinadas características propias o intrínsecas de los consejos de administración, como son: el tamaño, el número de consejeros independientes, la dualidad, el número de reuniones y la remuneración de los consejeros. Únicamente se estudian estas variables y no otras, por ser reflejo de las características intrínsecas de los directivos del consejo de administración de las empresas. Se consideran características ajenas a un directivo variables tales como la estructura de propiedad de una compañía, su comité de auditoría, las medidas internas de supervisión u otras variables que son utilizadas en otros muchos estudios.

El indicador creado permite medir el nivel de gobierno corporativo intrínseco de las empresas, reflejo de lo que denominamos el nivel de “cultura de gobierno corporativo” de los negocios, de una manera simple y sencilla como se desarrolla a lo largo del capítulo 4. Nuestro índice tiene principalmente tres características, que no se han considerado previamente en la literatura. Las variables seleccionadas que forman parte del indicador son intrínsecas, es decir, contienen características propias de los directivos de los consejos de administración. Las variables tamaño del consejo y retribución a los directivos se ponen en relación al tamaño de la empresa, por considerar que ambos aspectos no contienen información por sí mismos, sino que deben depender del tamaño de la compañía. Y porque se utilizan criterios estadísticos basados en las distribuciones empíricas de las variables que componen el indicador.

Para determinar las regiones que aportan una puntuación positiva al mismo e identificar los casos extremos se emplean criterios de normalidad, que miden la concentración de los datos alrededor de la media en términos de desviaciones típicas. Estas características no se han tenido en cuenta en otros índices analizados lo que supone una contribución de nuestro estudio para acercar el índice a la realidad del gobierno corporativo de cada empresa.

A lo largo del capítulo 2 se analizan cada una de las variables utilizadas que componen el indicador en relación a las principales medidas de rentabilidad más usadas por los investigadores (ROA, ROE y RC). Como conclusiones a este capítulo debemos señalar que existe un creciente interés en los últimos años en analizar el impacto que tienen cada una de las variables que componen el indicador de GC en los resultados de las empresas. Que la principal medida que se utiliza para analizar dicho impacto es el ROA y que a pesar de que las relaciones existentes entre las variables del GC y los resultados empresariales no son concluyentes, es cierto que existe una inclinación en los resultados obtenidos hacia la existencia de una relación positiva entre el tamaño, la independencia, el concepto de dualidad y la remuneración de los consejos de administración con la rentabilidad empresarial y negativa con el número de reuniones. Todo ello nos ha servido para elaborar las hipótesis de trabajo y unos modelos que analicen la relación entre el “nivel de gobierno corporativo” y la rentabilidad empresarial.

Todas estas medidas de rentabilidad analizadas (ROA, ROE y RC) han sido utilizadas en los modelos de esta investigación con la finalidad de conocer si hay diferencias en los resultados obtenidos pero además, lo más novedoso en esta investigación es la inclusión del resultado global (RG) como la medida más adecuada de rentabilidad empresarial. Se evidencia que la “cultura corporativa” tiene un efecto positivo en el RG, siendo preferible a otras medidas de rentabilidad como el ROA, ROE y RC utilizadas igualmente en el estudio. Los resultados obtenidos no solo están en línea con lo que aconsejan los principales organismos de normas internacionales (FASB e IASB) del uso del RG como la medida más adecuada de rentabilidad empresarial, sino también con otras investigaciones que argumentan que el resultado global es

una medida de mayor relevancia y calidad informativa para los inversores, al ser esta la que más se acerca a la realidad económica de las compañías (Arimany 2009; Kanagaretnam et al.2009). Sin olvidar que las otras tres medidas utilizadas en los modelos (ROA, ROE y RC) presentan ciertas limitaciones: El ROE no tiene en cuenta ni la estructura de apalancamiento ni el endeudamiento, el ROA ignora los gastos financieros que ocasiona la financiación ajena y el impuesto de sociedades y el RC como saldo de la cuenta de P y G tiene un enfoque de ingresos y gastos.

Con la muestra seleccionada se puede ratificar la hipótesis inicial, es decir, se aporta evidencia a favor de que el nivel de “cultura corporativa” tiene un efecto positivo en el resultado global. Además, se presenta evidencia a favor de que las empresas que tienen un porcentaje mayor de consejeros independientes y menor número de reuniones son las que, por término medio, presentan un resultado global mayor.

Los problemas de agencia existentes en una compañía deben ser minimizados no sólo mediante la existencia de consejos de administración más eficientes en materia de gobierno corporativo, sino también favoreciendo la transparencia de las organizaciones. Tanto el nivel de “cultura de gobierno corporativo” de los directivos que forman parte del consejo de administración, como la elección del grado de transparencia que quieran mostrar, son aspectos determinantes de una gestión eficaz por parte de los responsables últimos de las compañías.

A lo largo del capítulo 3 se analiza la relación existente entre las políticas de gobierno corporativo y la divulgación voluntaria de información. El número de investigaciones son bastante numerosas, sobre todo en la primera década del siglo XXI pero en líneas generales existe la idea de que las características que presenta un consejo de administración en materia de gobierno corporativo pudiera tener relación con la información voluntaria divulgada al exterior (Forker 1992; Gómez-Mejía et al. 2001; Rouf 2011, entre otros)

La revisión bibliográfica realizada muestra que existe una relación positiva entre el tamaño, la independencia, el concepto de dualidad y la remuneración de los consejos de administración con la divulgación voluntaria de información y negativa con el número de reuniones.

Existen investigaciones que demuestran la relación existente entre la divulgación voluntaria de información y la rentabilidad empresarial, ciertos autores justifican que empresas con buenos resultados empresariales son aquellas más propensas a la revelación voluntaria de información (Meek et al. 1995; Karim 1996; Samir 2003; Lim et al. 2007; Apostolos et al. 2009). En otras palabras, empresas con alta rentabilidad suelen comunicar al mercado su superioridad en resultados frente a otras compañías, facilitando información en sus estados (Cooke 1989; Wallace et al., 1994). Dicha relación entre el gobierno corporativo y la revelación voluntaria de información también se cumple a la inversa, es decir, mayor divulgación voluntaria de información provoca un aumento del precio de las acciones de la compañía en el mercado, incrementando la rentabilidad de las mismas (Healy et al. 1999), y consecuentemente mejorando sus rentabilidades futuras (Gelb, Zarowin 2002).

Son también numerosos y variados los indicadores para medir el nivel de revelación voluntaria de información, por este motivo y de manera novedosa es utilizado el modo de presentación del RG por parte de los directivos para medir el grado de transparencia que eligen los directivos para mostrar la información contable.

El modo de presentación del resultado global es utilizado en esta investigación como reflejo de la calidad en la revelación voluntaria de información contable. La opción de presentación del RG como: "Estado de Cuenta de Resultados única", es decir, integrado en la Cuenta de pérdidas y ganancias es la opción más recomendada por el FASB e investigaciones científicas como: Hirst, Hopkins (1998); Maines, Mc Daniel (2000), Hunton et al. (2006), entre otros.

La incorporación de la revelación voluntaria de información contable en los modelos planteados previamente evidencia igualmente un impacto positivo en el RG. El impacto que tiene tanto el indicador como las variables que lo componen junto con la transparencia informativa en el resultado empresarial, es diferente según qué medida de rentabilidad empresarial (ROA, ROE, RC o RG) sea utilizada. Igualmente será preferible el RG frente a las restantes medidas de rentabilidad empresarial por los motivos mencionados anteriormente.

En conclusión, con la muestra utilizada, se ha constatado que la elección del modo de presentación del RG en el “Estado de Cuentas de Resultados única” frente a las otras dos alternativas posibles junto con unas buenas políticas de gobierno corporativo realizadas por los directivos, impacta de manera positiva en los resultados, logrando así la obtención del objetivo último de las empresas de creación de valor.

Entre las implicaciones que tiene este trabajo de investigación destacan tres de gran trascendencia para las empresas. En primer lugar, el hecho de que exista un buen nivel de cultura corporativa en los negocios va a tener un impacto positivo en su “performance”. Esto implica que políticas de adecuación del consejo de administración a la realidad de cada negocio, tenga un impacto positivo en la creación de valor. De hecho, el Código Olivencia en nuestro país recomendaba “establecer como objetivo último de la compañía y, consiguientemente, como criterio que debe presidir la actuación del Consejo, la maximización del valor de la empresa”. Si el porcentaje de consejeros independientes está alrededor de dos tercios sobre el total de los miembros del consejo y el número de reuniones abarca entre cuatro y diez convocatorias anuales, el nivel de cultura corporativa tiene un impacto positivo y significativo en el resultado global, según la muestra utilizada.

En segundo lugar, la mejor medida del “performance”, según los resultados obtenidos de los diferentes modelos planteados, es el resultado global. De hecho, los resultados obtenidos están en línea con las propuestas de los principales organismos de normas contables a nivel internacional. Tanto

el FASB como el IASB aconsejan la utilización del concepto del resultado global⁶⁷ como una medida adecuada de la performance empresarial.

En tercer lugar, la transparencia informativa tiene un papel relevante en la realidad de las empresas ya que el hecho de que las empresas presenten la información requerida más ajustada a la imagen fiel del sus negocios, va a tener un impacto positivo en los resultados. Además, al incorporar la transparencia informativa en los modelos planteados anteriormente, los resultados referentes tanto a la independencia de los miembros del consejo como al número de reuniones, impactan de manera positiva en el resultado global, aportando mayor robustez a los resultados de la esta investigación.

El presente trabajo de investigación no está exento de limitaciones, entre las que se destacan las siguientes:

1. El periodo seleccionado para el análisis de la muestra, años del 2004 al 2009 es un plazo corto de tiempo, pudiendo obtenerse resultados más robustos si se amplía el intervalo temporal.
2. El número de observaciones puede no ser suficiente para garantizar la robustez de nuestros estimadores. Por lo tanto, hay que tomar con prudencia los resultados obtenidos a la hora de su generalización.
3. En relación a las variables utilizadas para medir el gobierno corporativo, el total de directivos del consejo de administración, el porcentaje de independientes, la dualidad en sus funciones, el número de reuniones y la remuneración del mismo pueden no ser las más acertadas o se podrían haber elegido otras variables, a pesar de haber sido

⁶⁷ De hecho, se trata de un criterio de rentabilidad empresarial que ha sido incorporado en los estados financieros de las empresas que cotizan en bolsa en la UE, al ser aprobados en la nueva revisión de las Normas Internacionales de Información Financiera del IASB, concretamente la NIC 1.

debidamente justificadas al intentar concretar un índice sencillo e intrínseco de la cultura corporativa de las empresas.

4. La variable utilizada para medir la transparencia informativa de la empresa, es decir, el modo de presentación del resultado global, es una variable con porcentajes muy distintos entre las empresas según la elección del modo de presentación por parte de sus gestores (modelo 0 contiene el 79,2 % de empresas, frente al modelo 1 con el 19% de las empresas y al modelo 2 que contiene el 1,8 % de empresas de la muestra). En este sentido, hubiera sido deseable disponer de una muestra donde un mayor número de empresas hubiese optado por los modelos 1 y 2, frente al modelo 0, de forma que la distribución del modo de presentación hubiese sido más uniforme, con porcentajes más parecidos en las tres opciones. Sin embargo, la muestra utilizada refleja el comportamiento de las empresas en Estados Unidos durante los años considerados y todo indica que tendremos que esperar unos años a que las empresas americanas vayan cambiando y tendiendo a presentar sus resultados en términos del resultado global.
5. La muestra obtenida no es tratada estadísticamente como un panel de datos puesto que los gestores, según se observa en los datos, no alteran el modo de presentación de la información en función de los resultados obtenidos en años previos. Es decir, que el comportamiento de los directivos unos años no condicionan los siguientes. Los responsables de la gestión tienen opción de presentar la información como crean conveniente.

Por último, este trabajo concluye con algunas propuestas de futuras líneas de investigación:

1. La ampliación de la muestra a la totalidad de las empresas que componen el indicador S&P 500, e igualmente ampliar el periodo objeto de estudio.

2. La ampliación del número de variables para medir el nivel de gobierno corporativo así como el número de variables referentes a la transparencia informativa.
3. La aplicación de otras técnicas estadísticas para dar robustez a los resultados (ej. Técnicas de inteligencia artificial).
4. El uso de una muestra perteneciente a diferentes países, pudiendo así comparar los resultados obtenidos.
5. El uso de un mayor número de variables de control.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Aboody, D. and Kasznik, R. (2000). "CEO stock options awards and the timing of corporate voluntary disclosures". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 29, pp. 73–100.

Adams, M. and Hossain, M. (1998). "Managerial discretion and voluntary disclosure: empirical evidence from the New Zealand life industry". *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 17, pp. 245–281.

Adams, R. B. (2000). "What do boards do? Evidence from committee meeting and director compensation". Working paper, Federal Reserve Bank of New York.

Adams, R.B. and Mehran, H., (2005). "Corporate performance, board structure and its determinants in the banking industry". Working Paper, SSRN. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=302593

AECA (2003). "El Marco Conceptual de la Responsabilidad Social Corporativa". Documentos AECA. http://www.aeca.es/comisiones/rsc/articulos/exclusivos/articuloexclusivo1_joseluis.htm

Agrawal, A. and Knoeber, C. (1996). "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders", *Journal of Finance Quantitative Analysis*, Vol. 31, No. 3, pp. 377-397.

Ajinkya, B., Bhojraj, S. and Sengupta, P. (2005). "The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts". *Journal of Accounting Research*, vol. 43, no. 3, pp. 343–375.

Akhtaruddin M, Hossain MA, Hossain M. and Yao Lee (2009). "Corporate Governance and Voluntary Disclosure in Corporate Annual Reports of

Malaysian Listed Firms". *Journal of Applied Management and Accounting Research*, vol. 7, no.1, pp. 1–21.

Alix Valenti, M.; Luce, R. and Mayfield, C. (2011). "The effects of firm performance on corporate governance". *Management Research Review*, Vol. 34, No. 3, pp. 266 – 283.

Andres, P., Azofra, V. and López, F. (2005). "Corporate Boards in OECD Countries: Size, composition, functioning and effectiveness". *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, No. 2, pp. 197-210.

Apostolos, K.A. and Konstantinos, A.N. (2009). Voluntary accounting disclosure and corporate governance: evidence from Greek listed firms. *International Journal of Accounting and Finance*, Vol. 1, No. 4, pp. 395 – 414.

Arcay R. B. and Vázquez F. M., (2005). "Corporate characteristics, governance rules and the extent of voluntary disclosure in Spain". *Advances in Accounting*, vol 21, pp 299-331.

Arimany (2009) "Relevancia valorativa del resultado global y de sus componentes frente al resultado neto". VII Workshop on Empirical Research in Financial Accounting. Cartagena from 18 to 20 November 2009.

Baek, H.Y., Johnson, D.R. and Kim, J.W. (2009). "Managerial ownership, corporate governance, and voluntary disclosure". *Journal of Business and Economic Studies*, vol. 15, no. 2, pp. 44-61.

Baliga, B.R., Moyer, R.C. and Rao, R.S. (1996). "CEO duality and firm performance: What's the fuss?". *Strategic Management Journal*, vol. 17, no. 1, pp. 41-53.

Bamber, L.S., Jiang, J., Petroni, K.R. and Wang, I.Y. (2010). "Comprehensive Income: Who's Afraid of Performance Reporting?". *Accounting Review*, vol. 85, no. 1, pp. 97-126.

Barako.D, Hancock.P, Izan.H.Y. (2006). "Factors Influencing Voluntary Corporate Disclosure by Kenyan Companies". *Corporate Governance: An International Review*. Vol. 14, no. 2, pp. 107–125.

Bassem, B.S. (2009). "Governance and Performance of Microfinance Institutions in Mediterranean Countries". *Journal of Business Economics and Management*, vol. 10, no. 1, pp. 31-43.

Beiner, S., W. Drobetz, M. Schmid and H. Zimmermann (2006). "An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation". *European Financial Management*, Vol. 12, no. 2, pp. 249–283.

Berrone, P. and Gomez-Mejia, L.R. (2009). "Environmental Performance and Executive Compensation: an Integrated Agency-Institutional Perspective". *Academy of Management Journal*, Vol. 52, no. 1, pp. 103-126.

Bhagat, S., Bolton, B. and Romano, R. (2008). "The promise and peril of corporate governance indices". *Columbia Law Review*. Vol. 108, No. 8, pp. 1803-1882.

Bodolica, V. and Spraggon, M. (2009). "The Implementation of Special Attributes of Ceo Compensation Contracts Around Manda Transactions". *Strategic Management Journal*, vol. 30, no. 9, pp. 985-1011.

Boyd, B.K. (1995). "CEO Duality and Firm Performance - a Contingency-Model". *Strategic Management Journal*, vol. 16, no. 4, pp. 301-312.

Brammer, S. and Pavelin, S. (2006). "Voluntary environmental disclosures by large UK companies". *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 33, no. 7, pp. 1168–1188.

Brick, I.E. and Chidambaran, N.K. (2010), "Board meetings, committee structure, and firm value". *Journal of Corporate Finance*, vol. 16, no. 4, pp. 533-553.

Brickley, J. A. and James, C. M. (1987). "The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: the case of banking". *Journal of Law and Economics*, vol. 30, pp. 161–180.

Brown, L.D. and Caylor, M. (2006). "Corporate governance and firm valuation". *Journal of Accounting and Public Policy* Volume 25, Issue 4, pp. 409–434.

Bueno, E., P. Salvador, O. Rodriguez and G. de Martin Castro, (2004). "Internal Logic of the Interactions among Intangibles in a Model of Intellectual Capital: The Cognitive Neuron of the Intellects Model". (IC Congress, Helsinki).

Bushee, B., Noe, C., (2000). "Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility". *Journal of Accounting Research*, 38 (Supplement), 171–202.

Bujaki, M. and McConomy, B. (2002). "Corporate Governance: Factors Influencing Voluntary Disclosure by Publicly Traded Canadian Firms". *Canadian Accounting Perspectives* Vol. 1, no. 2, pp. 105–139.

Cadbury Sir A. (2002). "Corporate Governance and Chairmanship – A Personal View". Oxford: Oxford University Press.

Cahan, S.; Courtenay, S.; Gronewoller, P. y Upton, D. (2000). "Value relevance of mandated comprehensive income disclosures". *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 27, no.9, pp. 1273-1301.

Camacho-Miñano, M.M. (1999). "Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias: Nuevas tendencias normalizadora en el marco de la contabilidad financiera". Tesis Doctoral. Madrid: Publicaciones UCM.

Campa, D., Donnelly, R. (2011). "The Impact of Corporate Governance and the Adoption of IFRS on Earnings Quality in Different Legal Jurisdictions: a

Comparison between Italy and the UK". Working paper.
<http://www.hec.unil.ch/documents/seminars/dcc/575.pdf>

Capon, N., Farley, J.U. and Hoenig, S. (1990). "Determinants of Financial Performance: A Meta-Analysis". *Management Science*, vol. 36, no. 10, Focussed Issue on the State of the Art in Theory and Method in Strategy Research, pp. 1143-1159.

Carter, D.A., D'Souza, F., Simkins, B.J. and Simpson, W.G. (2010). "The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance". *Corporate Governance-an International Review*, vol. 18, no. 5, pp. 396-414.

Cerbioni, F. and Parbonetti, A. (2007). "Corporate governance and intellectual capital disclosure: an analysis of European biotechnology companies". *European Accounting Review*, Vol. 16, no. 4, pp. 791–826.

Certo, S.T., Lester, R.H., Dalton, C.M. and Dalton, D.R. (2006). "Top management teams, strategy and financial performance: A meta-analytic examination". *Journal of Management Studies*, vol. 43, no. 4, pp. 813-839.

Chambers (2007). "An evaluation of SFAS No. 130 comprehensive income disclosures". *Review of accounting studies*, Vol 12, pp. 557-593.

Chatterjee S, Harrison JS. (2001). "Corporate governance". In *Blackwell Handbook of Strategic Management*, Hitt MA, Freeman RE, Harrison JS (eds). Blackwell: Oxford; pp. 543–563.

Chen, C. and Jaggi, B. (2000). "Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong". *Journal of Accounting and Public Policy*, 19, pp. 285–310.

Cheng, E. C. M. and Courtenay, S. M. (2006). "Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure". *The International Journal of Accounting*, Vol. 41, pp. 262–289.

Christensen, J., Kent, P. and Stewart, J. (2010). "Corporate Governance and Company Performance in Australia". *Australian Accounting Review*, vol. 20, no. 4, pp. 372-386.

Chung, G. and S. Gray (2002). "Ownership Structure and Corporate Voluntary Disclosure in Hong Kong and Singapore". *The International Journal of Accounting*, Vol. 37, pp. 247–265.

Coles, J.W., Mc Williams, V.B. and Sen, N. (2001). "An examination of the relationship of governance mechanisms to performance". *Journal of Management*, vol. 27, no. 1, pp. 23-50.

Combs, J.G. and Skill, M.S. (2003). "Managerialist and human capital explanations for key executive pay premiums: A contingency perspective". *Academy of Management Journal*, vol. 46, no. 1, pp. 63-73.

Conger, J.A., Finegold, D. and Lawler, E.E. (1998). "Appraising boardroom performance". *Harvard business review*, vol. 76, no. 1, pp. 136-48.

Cooke, T.E., Wallace.R.S.O (1989). "Global surveys of corporate disclosure practices and audit firms. A review essay". *Accounting and Business Research*, winter, pp.47-57.

Coombs, J.E. and Gilley, K.M. (2005). "Stakeholder management as a predictor of CEO compensation: Main effects and interactions with financial performance". *Strategic Management Journal*, vol. 26, no. 9, pp. 827-840.

Core, J.E., Holthausen, R.W. and Larcker, D.F. (1999). "Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance". *Journal of Financial Economics*, vol. 51, no. 3, pp. 371-406.

Corporate Governance: <http://corpgov.net>

Corporate Responsibility: <http://corporate-responsibility.org>

Dahya, J., Garcia, L.G. and Van Bommel, J. (2009). "One Man Two Hats: What's All the Commotion!". *Financial Review*, vol. 44, no. 2, pp. 179-212.

Daily, C.M. (1996). "Governance patterns in bankruptcy reorganizations". *Strategic Management Journal*, vol. 17, no. 5, pp. 355-375.

Daily, C.M. and Dalton, D.R. (1994). "Corporate governance and the bankrupt firm: An empirical assessment". *Strategic Management Journal*, vol. 15, no. 8, pp. 643-654.

Daily, C. M., and Dalton, D. R. (1997). "The urge to merge: The role of governance structures in mergers and acquisitions". *Journal of Business Strategies*, vol. 13, pp. 151-166.

Daily, C. M., McDougall, P. P., Covin, J. G, and Dalton, D. R. (2002). "Governance and strategic leadership in entrepreneurial firms". *Journal of Management*, vol. 155, pp. 1-28.

Dalton, C.M. and Dalton, D.R. (2005). "Boards of directors: Utilizing empirical evidence in developing practical prescriptions". *British Journal of Management*, vol. 16, pp. S91-S97.

Dalton, D.R. and Dalton, C.M. (2011). "Integration of Micro and Macro Studies in Governance Research: CEO Duality, Board Composition, and Financial Performance". *Journal of Management*, vol. 37, no. 2, pp. 404-411.

Dalton, D.R., Daily, C.M., Certo, S.T. and Roengpitya, R. (2003). "Meta-analyses of financial performance and equity: Fusion or confusion?". *Academy of Management Journal*, vol. 46, no. 1, pp. 13-26.

Dalton, D.R., Daily, C.M., Ellstrand, A.E. and Johnson, J.L. (1998). "Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance". *Strategic Management Journal*, vol. 19, no. 3, pp. 269-290.

Dalton, D.R., Daily, C.M., Johnson, J.L. and Ellstrand, A.E. (1999). "Number of directors and financial performance: A meta-analysis". *Academy of Management Journal*, vol. 42, no. 6, pp. 674-686.

Dalton, D.R., Hitt, M.A., Certo, S.T. and Dalton, C.M. (2007). "The Fundamental Agency Problem and Its Mitigation: Independence, Equity, and the Market for Corporate Control". *Academy of Management Annals*, vol. 1, pp. 1-64.

Davila, A. and Venkatachalam, M. (2004). "The relevance of non-financial performance measures for CEO compensation: Evidence from the airline industry". *Review of Accounting Studies*, vol. 9, no. 4, pp. 443- 464.

Davis, J.H., Schoorman, F.D. and Donaldson, L. (1997). "Toward a Stewardship Theory of Management". *The Academy of Management Review*, vol. 22, no. 1, pp. 20-47.

De Andres, P., Azofra, V. and Lopez, F. (2005). "Corporate boards in OECD countries: size, composition, functioning and effectiveness". *Corporate Governance-an International Review*, vol. 13, no. 2, pp. 197-210.

De Andres, P., Vallelado, E., (2008). "Corporate governance in banking: The role of the board of directors". *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, no. 12, pp. 2570–2580.

Deloitte (2008). "Nuevo Plan General de Contabilidad 07. Guía de bolsillo". Ed. Deloitte.

Demsetz, H. and Lehn, K. (1985). "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences". *The Journal of Political Economy*, vol. 93, no. 6, pp. 1155-1177.

Denis, D.J. and Sarin, A. (1999). "Ownership and board structures in publicly traded corporations". *Journal of Financial Economics*, vol. 52, no. 2, pp. 187-223.

DeRue, D. S., Petersen, E., Mannor, M. J., and Morgeson, F. P. (2009). "A two-horse race? The impact of CEO characteristics and governance structures on firm performance". Paper presented at the annual meeting of the Academy of Management, Anaheim, CA.

Deutsch, Y. (2005). "The impact of board composition on firms' critical decisions: A meta-analytic review". *Journal of Management*, vol. 31, no. 3, pp. 424-444.

Dey, A., Engel, E. E., and Liu, X. G. (2010). "CEO and board chair roles: To split or not to split". <http://ssrn.com/abstract=1412827> .

Dhaliwal (1996). "Is CI superior to NI as a measure of firm performance?". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 26, pp. 43-67.

Dhaliwal, D; y Subramanyam, K. (1999). "Is comprehensive income superior to net income as a measure of firm performance?". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 26, pp. 43-67.

Dimitrov, V. and Jain, P.C. (2011). "It's Showtime: Do Managers Report Better News Before Annual Shareholder Meetings?". *Journal of Accounting Research*, vol. 49, no. 5, pp. 1193-1221.

Donaldson L., Davis J.H., (1991). "Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder return". *Australian Journal of Management*, vol. 16, pp. 49-64.

Donaldson, T. Preston, L. (1995). "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications". *The Academy of Management Review*, Vol. 20, No. 1, pp 65-91.

Donnelly, R. and Mulcahy, M. (2008). "Board Structure, Ownership, and Voluntary Disclosure in Ireland". *Corporate Governance-an International Review*, vol. 16, no. 5, pp. 416-429.

Ederhof, M. (2010). "Discretion in Bonus Plans". *Accounting Review*, vol. 85, no. 6, pp. 1921-1949.

Eisenberg, T., Sundgren, S. and Wells, M.T. (1998). "Larger board size and decreasing firm value in small firms". *Journal of Financial Economics*, vol. 48, no. 1, pp. 35-54.

Eisenhardt, K. M. (1989). "Agency Theory: An assessment and Review". *Academy of Management Review*, no. 1, vol. 1, pp 57-74.

Elsayed, K. (2007). "Does CEO duality really affect corporate performance?". *Corporate Governance-an International Review*, vol. 15, no. 6, pp. 1203-1214.

ENG, L.L. y MAK, Y.T. (2003). "Corporate Governance and Voluntary Disclosure". *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 22, pp. 325-345.

Erhardt, N., Werbel, J., Shrader, C. (2003). "Board of Director Diversity and Firm Financial Performance". *Corporate Governance: An International Review*. Volume 11, Issue 2, pages 102–111.

Estes, R.M. (1977). "Emerging Solution to Corporate Governance". *Harvard business review*, vol. 55, no. 6, pp. 20-and.

European Corporate Governance Institute: <http://ecgi.org>

Faleye, O. (2007). "Does one hat fit all? The case of corporate leadership structure". *Journal of Management and Governance*, vol. 11, pp. 239-259.

Fama, E.F. (1980). "Agency Problems and the Theory of the Firm". *Journal of Political Economy*, vol. 88, no. 2, pp. 288-307.

Fama, E.F. (1984). Problemas de agencia y teoría de la empresa, *Información Comercial Española*. ICE: Revista de economía, no. 611, pp. 53-66.

Fama, E. and Jensen, M. (1983). "Agency Problems and Residual Claims Risk". *Journal of Law and Economics*, vol. 26, no. 2, pp. 327-349.

Feng, Z., Ghosh, C. and Sirmans, C.F. (2007). "Director compensation and CEO bargaining power in REITs". *Journal of Real Estate Finance and Economics*, vol. 35, no. 3, pp. 225-251.

Fernández Álvarez, A. I., Gómez Ansón, S. and Fernández Méndez, C. (1997). "The Effect of Board Size and Composition on Corporate Performance. In: M. Balling et al. (eds)". *Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence. Financial Monetary Policy Studies 33*. Boston: Kluwer Academic Publishers.

Fernández-Méndez C, Arrondo-García R. (2007). "The effects of ownership structure and board composition on the auditing committee meeting frequency": Spanish evidence. *Corporate Governance an International Review*, vol.15, no. 5, pp. 909–922.

Fernández-Rodríguez, E., Gómez-Ansón, S. and Cuervo-García, Á. (2004). "The stock market reaction to the introduction of best practices codes by Spanish firms". *Corporate Governance: An International Review*, Vol.12, pp.29–46.

Ferruz, L., Marco, I., Acero, I., (2010). "Códigos de buen gobierno: Un análisis comparativo. Especial incidencia en el caso Español". Revista de ciencias sociales. nº 46, Julio, Agosto y Septiembre 2010.

Universidad de Zaragoza.

<http://www.apostadigital.com/revistav3/hemeroteca/sanjuan2.pdf>

Finegold, D., Benson, G.S. and Hecht, D. (2007). "Corporate boards and company performance: review of research in light of recent reforms". Corporate Governance-an International Review, vol. 15, no. 5, pp. 865-878.

Finkelstein, S. and Daveni, R.A. (1994). "CEO Duality as a Double-Edged-Sword - how Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command". Academy of Management Journal, vol. 37, no. 5, pp. 1079-1108.

Fogel, E. M., and Geier, A. M. (2007). "Strangers in the house: Rethinking Sarbanes-Oxley and the independent board of directors". Delaware Journal of Corporate Law, vol. 32, pp. 33-72.

Fong, E.A., Misangyi, V.F. and Tosi, H.L., Jr. (2010). "The Effect of Ceo Pay Deviations on Ceo Withdrawal, Firm Size, and Firm Profits". Strategic Management Journal, vol. 31, no. 6, pp. 629-651.

Forker, J.J. (1992). "Corporate Governance and Disclosure Quality". Accounting and Business Research, Vol. 22, pp. 111-124.

Freeman, R. E. (1984). Strategic management: A stakeholder approach. Boston: Pitman.

Gallego, I., I. M. García and L. Rodríguez: (2009). "La eficacia del gobierno corporativo y la divulgación de información en Internet". Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa, vol. 15, no.1, pp. 109–135.

Galve Górriz, C. y Salas Fumás, V. (1993). "Propiedad y resultados de la gran empresa española". *Investigaciones Económicas*, vol. XVII, no. 2, pp. 207-238.

Galve Górriz, C. y Salas Fumás, V. (1994). "Análisis de la estructura accionarial de la gran empresa española". *Revista de Economía Aplicada*, vol. 4, no. 2, pp. 75-102.

García-Meca, E., Parra, I., Larrán, M., and Martínez, I. (2005). "The explanatory factors of intellectual capital disclosure to financial analysts". *European Accounting Review*, vol. 14, no. 1, pp. 63–94.

García-Meca, E. and J. P. Sánchez-Ballesta: (2010). "The Association of Board Independence and Ownership Concentration with Voluntary Disclosure: A Meta-Analysis". *European Accounting Review*, vol. 19, pp. 603–627.

Gelb, D., Zarowin, P., (2002). "Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices". *Review of Accounting Studies*, vol. 7, pp. 33–52.

George, G., Wood, D.R. and Khan, R. (2001). "Networking strategy of boards: implications for small and medium-sized enterprises". *Entrepreneurship and Regional Development*, vol. 13, no. 3, pp. 269-285.

Gerhart, B., Rynes, S.L. and Fulmer, I.S. (2009). "Pay and Performance: Individuals, Groups, and Executives". *Academy of Management Annals*, vol. 3, pp. 251-315.

Giner, B. and Pardo, F. (2004). "The value-relevance of comprehensive income vs. net income: a European perspective". Working Paper, University of Valencia, December.

Gomez-Mejia, L. (1994). "Executive compensation: a reassessment and a future research agenda". *Research in Personnel and Human Resources Management*, vol. 12, pp. 161–222.

Gómez-Mejía, L., M. Núñez-Nickel and I. Gutiérrez: (2001). "The Role of Family Ties in Agency Contracts". *Academy of Management Journal*, vol. 44, no. 1, pp-81–95.

Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A., (2003). "Corporate governance and equity prices". *Quarterly Journal of Economics*, Volume 118, Issue 1.Pp. 107-156.

Green, S. (2004). "Unfinished business: Abolish the imperial CEO". *Journal of Corporate Accounting and Finance*, vol. 15, pp. 19-22.

Gu, Z. and Kim, H. (2009). "CEO cash compensation determinants: an empirical examination of US airlines". *Service Industries Journal*, vol. 29, no. 7, pp. 995-1005.

Guest, P.M. (2009). "The impact of board size on firm performance: evidence from the UK". *European Journal of Finance*, vol. 15, no. 4, pp. 385-404.

Gul, F.A. and Leung, S. (2004). "Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures". *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 23, no. 5, pp. 351-379.

Hall, M. Weish, L., (1967). "Firm size and profitability". *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 49, No. 3 (Aug., 1967), pp. 319-331.

Haniffa, R. and Hudaib, M. (2006). "Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies". *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 33, no. 7-8, pp. 1034-1062.

Hannifa, R. and T. Cooke: (2002). "Culture, Corporate Governance and Disclosure in Malaysian Corporations". *Abacus* vol. 38, no. 3, pp. 317–349.

Haniffa, R.M. and Cooke, T.E. (2005). "The impact of culture and governance on corporate social reporting". *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 24, pp. 391-430.

He, L. (2008). "Do founders matter? A study of executive compensation, governance structure and firm performance". *Journal of Business Venturing* 23 (2008) 257–279.

Healy, P., Hutton, A., Palepu, K., (1999). "Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure". *Contemporary Accounting Research*, vol. 16, pp. 485– 520.

Healy, P., Palepu, K., (2001). "A review of the empirical disclosure literature". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, pp. 405–440.

Hendriksen, Eldon S. (1974). "Teoría de la Contabilidad". México. Unión Tipográfica Editorial Hispano-Americana.

Hermalin, B.E. and Weisbach, M.S. (1991). "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance". *California Management Review*, Vol 42, No. 4, pp. 101-112.

Hermalin, B.E. and Weisbach, M.S. (1998). "Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO". *American Economic Review*, vol. 88, no. 1, pp. 96-118.

Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S. (2000). "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature". SSRNElectronicPaperSeries:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=233111.

Hermalin, B.E., Weisbach, M.S., (2003). "Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature". *Economic Policy Review*, vol. 9, no. 1, pp. 7–26.

Hermalin, Benjamin E. and Michael S. Weisbach (2006). "A Framework for Assessing Corporate Governance Reform". Working Paper, University of California and University of Illinois.

Hidalgo, R.L., Garcia-Meca, E. and Martinez, I. (2011). "Corporate Governance and Intellectual Capital Disclosure". *Journal of Business Ethics*, vol. 100, no. 3, pp. 483-495.

Hill, J.G. (1999). "Desconstructing Sunbeam-contemporary Issues in Corporate Governance". *University of Cincinnati Law Review*, Vol. 67, pp. 1099-1127.

Hillman, A.J. (2005). "Politicians on the board of directors: Do connections affect the bottom line?". *Journal of Management*, vol. 31, no. 3, pp. 464-481.

Hillman, A.J., Shropshire, C., Certo, S.T., Dalton, D.R. and Dalton, C.M. (2011). "What I Like About You: A Multilevel Study of Shareholder Discontent with Director Monitoring". *Organization Science*, vol. 22, no. 3, pp. 675-687.

Hirst, D. E., y Hopkins, P. E. (1998). "Comprehensive Income Reporting and Analysts Valuation Judgements". *Journal of Accounting Research*, vol. 36 (Supplement): pp. 47-75.

Ho, J.L.Y., Wu, A. and Xu, S.X. (2011). "Corporate Governance and Returns on Information Technology Investment: Evidence from an Emerging Market". *Strategic Management Journal*, vol. 32, no. 6, pp. 595-623.

Ho, S. and Wong, K. (2001). "A Study of the Relationship between Corporate Governance Structures and the Extent of Voluntary Disclosure". *International Journal of Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 10, pp. 139-156.

<http://ecgi.org>

<http://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/ActCodUnificado.pdf>

http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_IBEX_2009.pdf

<http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC2009.pdf>

http://www.culturageneral.net/Humanidades/Historia/Historia_del_Siglo_XX/

<http://www.gcqf.org>

<http://www.nicniif.org/home/iasb/cronologia-de-iasc-y-iasb.html>

Hossain, M. and Reaz, M. (2007). "The determinants and characteristics of voluntary disclosure by Indian banking companies". *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol.14, pp. 274–288.

Huang, C. (2010). "Board, ownership and performance of banks with a dual board system: Evidence from Taiwan". *Journal of Management and Organization*, vol. 16, no. 2, pp. 219-234.

Hunton, J. E., Libby, R. and Mazza, C. L. (2006). "Financial Reporting Transparency and Earnings Management", *The Accounting Review*, 81 (1): 135-157
Huse, M. 2000, "Boards of directors in SMEs: a review and research agenda". *Entrepreneurship and Regional Development*, Vol. 12 No. 4, pp. 271-90.

Huse, M. (2000). "Boards of directors in SMEs: A review and research agenda. *Entrepreneurship and Regional Development*", 12: 271-290.

Jackling, B. and Johl, S. (2009). "Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies". *Corporate Governance-an International Review*, vol. 17, no. 4, pp. 492-509.

Janis, I. (1989). "Crucial Decisions". Free Press: New York.

Jensen, M.C. (1993). "The Modern Industrial-Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control-Systems". *Journal of Finance*, vol. 48, no. 3, pp. 831-880.

Jensen, M. and Meckling, W. (1976). "Theory of Firm - Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-360.

Jensen M.C., Murphy K.J., (1990). "Performance pay and top management incentives". *Journal of Political Economy*, vol. 98, pp. 225-264.

Johnson, G.; Scholes, K.; Whittington, R. (2006). "Exploring corporate strategy: text and cases". Dirección estratégica. Madrid: Editorial: Prentice Hall.

Judge, W.Q. and Zeithaml, C.P. (1992). "Institutional and Strategic Choice Perspectives on Board Involvement in the Strategic Decision-Process". *Academy of Management Journal*, vol. 35, no. 4, pp. 766-794.

Kanagaretnam, K., Mathieu, R, Shehata, M. (2009). "Usefulness of comprehensive income reporting in Canada". *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 28, no. 4, pp. 349–365.

Klapper, L. and Love, I. (2004). "Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets". *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, no. 5, pp. 703- 728.

Kaptein M., Schwartz M. (2008). "The Effectiveness of Business Codes: A Critical Examination of Existing Studies and the Development of an Integrated Research Model". *Journal of Business Ethics*, Springer, vol. 77, no. 2, pp. 111-127.

Karamanou, I. and Vafeas, N. (2005). "The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis". *Journal of Accounting Research*, Vol. 43, No. 3, pp. 453-486.

Karim, A.K.M.W. (1996). "The association between corporate attributes and the extent of corporate disclosure". *Journal of Business Studies*, University of Dhaka, vol. 17, no. 2, pp. 89– 124.

Kiel, G.C. and Nicholson, G.J. (2003). "Board composition and corporate performance: how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance". *Corporate Governance-an International Review*, vol. 11, no. 3, pp. 189-205.

Kosnik, R. D. (1990). "Effects of board demography and directors' incentives on corporate greenmail decisions". *Academy of Management Journal*, vol. 33, no. 1, pp. 129–150.

Kren, L. and Kerr, J.L. (1997). "The effects of independent NEDs and board shareholding on the relation between chief executive compensation and firm performance". *Accounting and Business Research*, Vol. 27, pp. 297-309.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., (1998). "Law and Finance". *Journal of Political Economy*, vol. 106, pp. 1113-1155.

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (2000). "Investor protection and corporate governance". *Journal of Financial Economics*, vol. 58, no. 1-2, pp. 3-27.

Lakhal, F. (2005). "Voluntary earnings disclosure and corporate governance: evidence from France". *The Review of Accounting and Finance*, 4(3), pp. 64– 85.

Latene, B.; Williams, K. y Harkins, S. (1979). "Many hands make light the work; the causes and consequences of social loafing". *Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 37, pp. 822-832.

Lee, C. I. et al. (1992). "Board composition and shareholder wealth: the case of management buyouts". *Financial Management*, vol. 21, no. 1, pp. 58–72.

Lee, P.M. and O'Neill, H.M. (2003). "Ownership Structures and RandD Investments of U.S. and Japanese Firms: Agency and Stewardship Perspectives". *The Academy of Management Journal*, vol. 46, no. 2, pp. pp. 212-225.

Leung, S. and Horwitz, B. (2004). "Director Ownership and voluntary segment disclosure: Hong-Kong evidence". *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 15, no. 3, pp. 13–35.

Li, J., Pike, R. and Hannifa, R. (2008). "Intellectual capital disclosure and corporate governance structure in UK firms". *Accounting and Business Research*, vol. 38, no. 2, pp. 137–159.

Lim, S., Matolcsy, Z. and Chow, D. (2007). "The association between board composition and different types of voluntary disclosure". *European Accounting Review*, vol. 16, pp. 555-583.

Lipton, M. and Lorsch, J.W. (1992). "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance". *Business Lawyer*, vol. 48, no. 1, pp. 59-77.

Lo, A.W.Y. and Wong, R.M.K. (2011). "An empirical study of voluntary transfer pricing disclosures in China". *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 30, no. 6, pp. 607-628.

Loftus, J. y Stevenson, M. (2008). "Components of comprehensive income under IRFS in the Earnings Return relation: Some preliminary findings". Working paper. University of Sydney.

Lorsch, J.W. y MacIver, I. (1989). "Pawns or potentates: the reality of America's corporate boards". Harvard Business School Press: Boston, MA.

Luan, C. and Tang, M. (2007). "Where is independent director efficacy?". *Corporate Governance-an International Review*, vol. 15, no. 4, pp. 636-643.

Mace, M.L. (1986). "Directors, Myth and Reality". Harvard Business School Press, Boston, MA.

Maines, L.A. y McDaniel, L. S. (2000). "Effects of Comprehensive-Income Characteristics on Nonprofessional Investors' Judgements: The Role of Financial Statement Presentation Format". *The Accounting Review*, vol. 75, no. 2, pp. 179-207.

Makhija.A, Patton.J, (2004). "The Impact of Firm Ownership Structure on Voluntary Disclosure: Empirical Evidence from Czech Annual Reports". *The Journal of Business..* Vol. 77, No.3,pp. 457-491.

Malone, D., Fries, C., and Jones, T. (1993). "An empirical investigation of the extent of corporate financial disclosure in the oil and gas Industry". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 8 no. 3, pp. 249-273.

Mangena, M. and R. Pike (2005). "The Effect of Audit Committee Shareholding, Financial Expertise and Size on Interim Financial Disclosures". *Accounting and Business Research* vol. 35, no. 4, pp. 327–349.

Mangena, M. and Tauringana, V. (2007), "Disclosure, corporate governance and foreign share ownership on the Zimbabwe Stock Exchange". *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 18, no. 2, pp. 53–85.

Marisetty, V. B. (2011). Corporate governance survey: A holistic view for altruistic practice: Corporate governance practice: Interview with N R Narayana Murthy, founder, Infosys Technologies. *IIMB Management Review*, Vol. 23, no. 1, pp. 30-38.

Markarian, G., A. Parbonetti and G. Previts (2007), "The Convergence of Disclosure and Governance Practices in the World's Largest Firms". *Corporate Governance International Review*, vol. 15, no. 2, pp. 294–308.

Matolcsy, Z. P., Stokes, D. and Wright, A. (2004). Do independent directors add value?. *Australian Accounting Review*, vol. 14, no. 1, pp. 33–40.

Matolcsy, Z. Tyler, J., Wells, P. (2012). “Is continuous disclosure associated with board independence?”. *Australian Journal of Management*, vol. 37, no. 1, pp. 99-124.

Mazza, C. y Porco, B. (2004). “An assessment of the transparency of comprehensive income reporting practices of U.S. companies”. Working Paper, Fordham University.

McDonald, M.L., Westphal, J.D. and Graebner, M.E. (2008) "What do they Know? the Effects of Outside Director Acquisition Experience on Firm Acquisition Performance". *Strategic Management Journal*, vol. 29, no. 11, pp. 1155-1177.

McKinnon, J. and L. Dalimunthe: (1993). “Voluntary Disclosure of Segment Information by Australian Diversified Companies”. *Accounting and Finance* vol. 33, no. 1, pp. 33–50.

Meek, G.K., Roberts, C.B., Gray, S., (1995). “Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and Continental European multinational corporations”. *Journal of International Business Studies*, vol. 26, no. 3, pp. 555–572.

Méndez, M. (2005). “Ética y responsabilidad social corporativa”. *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, ISSN 0019-977X, vol. 823, 2005 , pp. 141-150

Mitchell, R.; Agle, B.; Wood, D. (1997). “Toward a Theory Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of who and what Really Counts”. *Academy of Management Review*, vol. 22, no.. 4, pp. 856-886.

Monks, R. and Minow, N. (2004). "Corporate Governance". Cambridge: Basil Blackwell.

Moonitz, M. (1961). "The Basic Postulates of Accounting". Accounting Research Study No. 1, New York: American Institute of Certified Public Accountants (AICPA).

Nagar, V., Nanda, D. and Wysocki, P. (2003). "Discretionary disclosure and stock-based incentives", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 34, pp. 283–309.

Nasir, N. and S. Abdullah: (2005). "Voluntary Disclosure and Corporate Governance Among Financially Distressed Firms in Malaysia". Working Paper, Monash University Malaysia.

Obeua SP (2009). "Audit committee characteristics and earlier voluntary ethics disclosure among fraud and no-fraud firms". *International Journal of Disclosure and Governance*, vol. 6, pp. 284-297.

O'hanlon (1999). "The value relevance of UK dirty surplus accounting flows". *British Accounting Review*, vol. 31, pp. 459-482.

O'Connell, V. and Cramer, N. (2010). "The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland". *European Management Journal*, vol. 28, no. 5, pp. 387-399.

Oreilly, C.A., Caldwell, D.F. and Barnett, W.P. (1989). "Work Group Demography, Social Integration, and Turnover". *Administrative Science Quarterly*, vol. 34, no. 1, pp. 21-37.

Pandit, G. M. and Phillips, J. J. (2004). "Comprehensive Income: Reporting Preferences of Public Companies". *The CPA Journal*, November, pp. 40-41.

Pandit, G. M.; Rubenfield, A. and Phillips, J. J. (2006). "Current NASDAQ Corporation Methods of Reporting Comprehensive Income". *Mid – American Journal of Business*, Spring, Vol. 21, no. 1, pp. 13-19.

Paquerot, M. (1996). "L'éneracinement des dirigeants et ses effects". *Revue Francaise de Gestion*, Nov-dec 1996, pp. 212-225.

Parng, Y.M. and Fu, C. (2011). "Detecting firms with going-concern risk based on the industry affiliation, corporate governance characteristics, and financial performance". *African Journal of Business Management*, vol. 5, no. 22, pp. 9249-9261.

Patelli, L. and Prencipe, A. (2007). "The relationship between voluntary disclosure and independent directors in the presence of a dominant shareholder". *European Accounting Review*, vol. 16, pp. 5–33.

Payne, G.T., Benson, G.S. and Finegold, D.L. (2009). "Corporate Board Attributes, Team Effectiveness and Financial Performance". *Journal of Management Studies*, vol. 46, no. 4, pp. 704-731.

Pearce, J.A. and Zahra, S.A. (1992). "Board Composition from a Strategic Contingency Perspective". *Journal of Management Studies*, vol. 29, no. 4, pp. 411-438.

Peng, M.W. (2004). "Outside directors and firm performance during institutional transitions". *Strategic Management Journal*, vol. 25, no. 5, pp. 453-471.

Pennathur, A.K. and Shelor, R.M. (2002). "The determinants of REIT CEO compensation". *Journal of Real Estate Finance and Economics*, vol. 25, no. 1, pp. 99-113.

Pfeffer, J. (1972). "Size and Composition of Corporate Boards of Directors - Organization and its Environment". *Administrative Science Quarterly*, vol. 17, no. 2, pp. 218-228.

Pfeffer, J.; Salancik, G. (1978). "The external control of organizations: a resource dependence perspective". New York: Harper and Row.

Pinto, J.A. (2005). "How comprehensive in comprehensive income? The value relevance of foreign currency translation adjustments". *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 16, no. 2, pp. 97-122.

Premuroso, R.F. and Bhattacharya, S. (2007). "Is there a relationship between firm performance, corporate governance, and a firm's decision to form a technology committee?". *Corporate Governance-an International Review*, vol. 15, no. 6, pp. 1260-1276.

Prowse, S.D. (1992). "The Structure of Corporate Ownership in Japan". *The Journal of Finance*, vol. 47, no. 3, Papers and Proceedings of the Fifty-Second Annual Meeting of the American Finance Association, New Orleans, Louisiana January 3-5, pp. 1121-1140.

Raffournier, B. (1995). "The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies". *European Accounting Review*, vol. 4, no. 2, pp. 261–280.

Reaz, M. y Hossain, M. (2007). "Corporate Governance around the World : An Investigation". *Journal of American Academy of Business*, Cambridge; 11 (2); pp.169-175.

Recoder de Casso, J.C. (2006). "El papel de los independientes en los Consejos: Una prioridad a nivel mundial". *Boletín Económico del ICE*, no. 2893, pp.15-30.

Rhoades, D. L., Rechner, P. L., and Sundaramurthy, C. (2000). Board composition and financial performance: A meta-analysis of the influence of outside directors. *Journal of Managerial Issues*, vol. 12, pp. 76-91.

Rhoades, D.L., P.L. Rechner and C. Sudramurthy (2001). "A Meta-analysis of Board Directorship Structure and Financial Performance: Are "Two Heads Better Than One?". *Corporate Governance-An International Review*, Vol. 9, pp. 311–19.

Richart-Ramón A., Martínez-Blasco. M., García-Blandón, J. (2011). "Revista Española de Documentación Científica", Vol. 34, no. 1, pp. 79-101.

Rouf, A. (2011). "Corporate characteristics, governance attributes and the extent of voluntary disclosure in Bangladesh". *African Journal of Business Management*, vol. 5, no. 19, pp. 7836-7845.

Sánchez-Ballesta, J. P., and García-Meca, E. (2007). "Ownership structure, discretionary accruals and the informativeness of earnings". *Corporate Governance: An International Review*, vol. 15, 677-691.

Samir M., James EG. Fornaro M. (2003). "An Empirical Investigation of Corporate Voluntary Disclosure of Management's Responsibilities for Financial Reporting". Lubin School of Business Faculty Working Papers, Pace University.

Schiehll, E. and Bellavance, F. (2009). "Boards of Directors, CEO Ownership, and the Use of Non-Financial Performance Measures in the CEO Bonus Plan". *Corporate Governance-an International Review*, vol. 17, no. 1, pp. 90-106.

Scott, DR,. (1941). "The basis for Accounting Principles". *Accounting Review*, vol. XVI, páginas 341-349.

Seifert, B., Morris, S.A. and Bartkus, B.R. (2003). "Comparing big givers and small givers: Financial correlates of corporate philanthropy". *Journal of Business Ethics*, vol. 45, no. 3, pp. 195-211..

Shleifer, A. and Vishny R.W., (1989). "Manager Entrenchment: the Case of Manager Specific Investment". *Journal of Financial Economics*, vol.2,1989.

Smith, P.; Reither, C. (1996). "Comprehensive income and the effect on reporting". *Financial Analyst Journal*, Nov./Dec., pp. 14–19.

Sommer, A.A. (1977). "Impact of Sec on Corporate Governance". *Law and contemporary problems*, vol. 41, no. 3, pp. 115-145.

Spencer Stuart Board Index US:

[http://www.spencerstuart.com/research/articles/statements in the exposure draft of IAS1](http://www.spencerstuart.com/research/articles/statements%20in%20the%20exposure%20draft%20of%20IAS1)". *Accounting in Europe*, Vol 3.

Stevens, B. (1994). "An analysis of corporate ethical code studies: where do we go from here?". *Journal of Business Ethics*, vol. 13, pp. 63-69.

Taliento, M. (2007). "The Role and The Ambit of Corporate Governance and Risk Control Frames". *Journal of American Academy of Business*, Cambridge; 11 (2); pp. 251-256.

Thinggaard et al (2006). "Performance Reporting–The IASB's Proposed Formats of Financial Statements in the Exposure Draft of IAS 1". *Accounting in Europe* Vol. 3, no. 1, pp. 35-63.

Thompson, J. (1997). *Strategic Management: Awareness and Change*. London: International Thomson Business Press.

Thompson, J. H.; Womack, C.; Hodge, T. G. and Mccoy, T. L. (2002). "A Survey of Fortune 500 Companies' Reporting Comprehensive Income". Northeast Regional Meeting of the American Accounting Association, April. disponible en la web de la AAA en [http://aaahq.org/northeast/Abstracts%5c Thompson. Pdf](http://aaahq.org/northeast/Abstracts%5c%20Thompson.Pdf)

Tosi, H.L., Werner, S., Katz, J.P. and Gomez-Mejia, L.R. (2000). "How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies", *Journal of Management*, vol. 26, no. 2, pp. 301-339.

Tricker, R.I. (1978). "The independent Director: A study of the non-executive and of the Audit Committee. Croydon". Editorial. Corporate Governance: An International Review, Vol. 2, No. 1.

Tricker, R. Ian (1994). "International corporate governance: Text, readings, and cases". Prentice Hall (New York).

Trombetta.M (2002). "La decisión de revelar voluntariamente información de la empresa: Desde el análisis teórico a una propuesta metodológica". Documento de Trabajo 02-09, Serie de Economía de la Empresa 07, Universidad Carlos III de Madrid.

Tua, Jorge. (2004). "Evolución y situación actual del pensamiento contable". Revista Internacional Legis Contabilidad and Auditoría, N° 20, Octubre – Diciembre de 2004, pp.47-128.

Tuggle, C.S., Sirmon, D.G., Reutzell, C.R. and Bierman, L. (2010). "Commanding Board of Director Attention: Investigating how Organizational Performance and Ceo Duality Affect Board Members' Attention to Monitoring". Strategic Management Journal, vol. 31, no. 9, pp. 946-968.

Useem, M. (1993). "Executive defense: Shareholder power and corporate reorganization". Harvard University Press, Cambridge, MA.

Vafeas, N. (1999). "Board meeting frequency and firm performance". Journal of Financial Economics, vol. 53, no. 1, pp. 113-142.

Van den Berghe, L., A. Levrau, S. Carchon and C. Van der Elst (2002). Corporate Governance in a Globalising World: Convergence or Divergence? A European Perspective. Boston, Kluwer Academic Publishers.

Wagner, J. A., Steimpert, J. L., and Fubara, E. I. (1998). "Board composition and organizational performance: Two studies of insider/outsider effects". Journal of Management Studies, vol. 35, pp. 655-677.

Wallace. R.S.O., Naser. K. and Mora. A. (1994). "The relationship between comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain". Accounting and Business Research. Vol. 25, n. 97, pp .41-53.

Wang, R. (2006). "The value relevance of dirty surplus accounting flows in the Netherlands". The international journal of accounting, vol. 41, pp 386-405.

Waserman, N. (2006). "Stewards, agents and the founder discount: Executive compensation in new ventures". Academy of management Journal, Vol. 49, no. 5. 2006, pp.960-976.

Weil, S.; Gothshal, P. and Manges, E. (2002). "Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Members States". Final Report (on behalf of the European Commission, International Market Directorate General).

FinalReportandAnnexes.http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-govcodes-rpt-part1_en.pdf.

Weisbach, M. S. (1988). "Outside directors and CEO turnover". Journal of Financial Economics, vol. 20, no. (1/2), pp. 431–460.

Westphal, J.D. and Milton, L.P. (2000). "How experience and network ties affect the influence of demographic minorities on corporate boards". Administrative Science Quarterly, Vol. 45, pp. 366-398.

Wilkes, F.M. and Samuels, J.M. (1991). "Financial Appraisal to Support Technological Investment". Long Range Planning, vol. 24, no. 6, pp. 60-66.

Willekens, M., Vander Bauwhede, H., Gaeremynck, A., y Van de Gucht, L. (2005). "Internal and external governance and the voluntary disclosure of financial and non financial performance". 15th National BAA Auditing SIG conference, 1-31.

Yermack, D. (1996). "Higher market valuation of companies with a small board of directors". *Journal of Financial Economics*, vol. 40, no. 2, pp. 185-211.

Zahra, A, Pearce, J. (1989). "Board of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrated Model". *Journal of Management*, Vol. 15, No.2, pp. 291-334.

Zattoni, A. Cuomo F. (2008). "Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives". *Corporate Governance: An International Review*. Vol. 16, no. 1, pp. 1–15.

ANEXOS

Anexo 1: Tabla 1. Cuadro comparativo de los Códigos publicados y las sucesivas crisis económicas

Anexo 2: Tabla 2. Origen legal de ciertos países

Anexo 3: Modelos de estudio entre el IGC, la transparencia informativa y la rentabilidad empresarial:

- **Bloque A:** Estudio de las relaciones entre el IGC y la rentabilidad empresarial
- **Bloque B:** Estudio de las relaciones entre el IGC junto con la transparencia informativa y la rentabilidad empresarial

Anexo 1: Tabla1. Cuadro comparativo de los Códigos publicados y las sucesivas crisis económicas

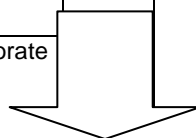
Principales códigos de GC

Hechos históricos

1978: US: Round Table: "The role and Composition of the Board of Directors of the large Publicly Owned Corporation"	1978	US: Escándalo de Watergate en US
	1979	Crisis del petróleo y en Marzo entrada vigor SME
	1983	Caso Rumasa en España
1989: Hong Kong Code	1989	pts. en SME
	1990	Desintegración URSS
1991: Ireland Code	1991	La Guerra del Golfo
1992: Comité Cadbury (Cadbury Report)	1992	Tratado de Maastricht, que consagra el nacimiento de la UE. Ibercorp en España
	1993	Creación Unión Europea Caso Banesto en España
1994: Canadá: Informe Toronto	1994	Crisis de México
		Creación FMI, Banco Mundial y la Organiz. mundial del comercio
1995: Francia. Vienot I	1995	
1995: En el resto de Europa las CEPS Recommendations		
1995: Australia: Corporate Governance Statements by Mayor ASX Listed Companies		
1996: EASDAQ Rule Book	1996	
1996: Círculo de Empresarios October 1996		
1997: Japón: Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance	1997	Crisis financiera asiática. Inglaterra devuelve Hong Kong a China
1998: UK: Informe Hampel	1998	Crisis en Rusia
1998: España: Código de Buen Gobierno 26 February 1998 (Código Olivencia)		Creación del BCE
1998. Alemania: Ley sobre el control y la transparencia de las empresas		
1998: Italia: Testo Unico sulle disposizioni in materia di intermediazione		
1998: Bélgica: informe Cardon		
1999: Francia: Vienot II	1999	Crisis de Brasil
1999: Irlanda: Corporate Governance, Share		Entrada en vigor del €

Option and Other Incentive Schemes		
1999: CACG Guidelines: Principles for Corporate Governance in the Commonwealth		
1999: OECD Principles of Corporate Governance		
1999: Portugal: Recommendations on Corporate Governance		
1999: México: El Código de las Mejores Prácticas Corporativas		
2000: Portugal: Recommendations on Corporate Governance	2000	Bush como presidente de los EEUU
2000: UK: The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice		
2000: Alemania: Corporate Governance Rules for German Quoted Companies		
2001. Brasil: Panorama de Governança Corporativa no Brasil: Report by McKinsey and Company and Korn/Ferry International	2001	Crisis Argentina
2001: China:		11S en US
		Enron, worldcom en US, Parmalat en Italia, Gescartera en España
2002: LEY SOX	2002	Vivendi en Francia
		España: Ley Financiera (Ley 44/2002, de medidas de reforma del sistema financiero)
2003: Latino América: Latin American Corporate Governance White Paper	2003	II Guerra del Golfo
2003: España: Informe Aldama 8 January 2003		España: Ley de transparencia (Ley 26/2003, de refuerzo de la transparencia)
2004: España: Decálogo del Directivo May 2005	2004	11M en Madrid
2004: España: IC-A: Principles of Good Corporate Governance December 2004		
2004: Argentina: Código de Mejores Prácticas		
2006: España: Código Conthe	2006	Guerra del Líbano
		Afinsa y Fórum Filatélico en España
	2007	Crisis de las hipotecas subprime
		Grave crisis económica y financiera mundial.

	2008	Barack Obama Presidente de los EEUU
		Crisis bursátiles en enero y octubre de 2008
2009: Algeria. Code Algérien de Gouvernance d'Entreprise		Suiza: Adecco
Revisión de los códigos europeos en 2010:	2009	
Junio-10: Estados Bálticos. The Baltic Institute of Corporate Governance	2010	Caso Gürtel en España
abril-10: Dinamarca: Recommendations on Corporate Governance		
enero-10: Francia: Recommendations on Corporate Governance		
mayo-10: Alemania: German Corporate Governance Code		
enero-10: Irlanda: Code of Corporate Governance for Independent Directors of Investment Funds		
Septiembre-10: Irlanda: Corporate Governance Code for Irish Domiciled Collective Investment Schemes		
mayo-10: Letonia: Principles of Corporate Governance and Recommendations on their Implementation		
octubre-10: Noruega: The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance		
marzo-10: Pan-Europeo: Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe		
mayo-10: Polonia: Code of Best Practice for WSE Listed Companies		
Enero-10: Portugal: CMVM Corporate Governance Code 2010 (Recommendations)		
enero-10: Suecia: Swedish Corporate Governance Code		
enero-10: UK: The Audit Firm Governance Code		
junio-10: UK: The UK Corporate Governance Code		
julio-10: UK: The UK Stewardship Code		
octubre-10: UK: The AIC Code of Corporate Governance		



Anexo 2: Tabla 2. Origen legal de ciertos países

Ley Común	Ley Civil		
	Origen francés	Origen escandinavo	Origen alemán
Estados Unidos			
Canadá	México	Suecia	Alemania
Reino Unido	Francia	Dinamarca	Polonia
Irlanda	España	Finlandia	República Checa
Chipre	Portugal	Noruega	Austria
Australia	Italia		Hungría
Nueva Zelanda	Bélgica		Suiza
Hong Kong	Holanda		Lituania
Malasia	Grecia		Eslovaquia
Singapur	Malta		Eslovenia
Tailandia	Turquía		Corea del Sur
Pakistán	Brasil		Japón
India	Perú		Taiwán
República Sudafricana	Indonesia		
Kenia			

Anexo 3: Modelos de estudio entre el IGC, la transparencia informativa y la rentabilidad empresarial:

Bloque A: Estudio de las relaciones entre el IGC y la rentabilidad empresarial

Modelo ROE-IGC

```
. regress roe igc vm sales leverage anno2009 anno2008 anno2007 anno2006 anno2005
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	1320
Model	24350.3129	9	2705.59032	F(9, 1310) =	2.78
Residual	1274919.74	1310	973.221178	Prob > F =	0.0031
				R-squared =	0.0187
				Adj R-squared =	0.0120
Total	1299270.06	1319	985.04174	Root MSE =	31.196

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
igc	.7371179	1.051745	0.70	0.484	-1.326171 2.800406
vm	.0000798	.0000197	4.05	0.000	.0000412 .0001185
sales	-.0000274	.0000123	-2.22	0.026	-.0000517 -3.22e-06
leverage	-1.876118	.9562575	-1.96	0.050	-3.752081 -.0001543
anno2009	-5.25413	3.20093	-1.64	0.101	-11.53364 1.02538
anno2008	-2.685782	3.188183	-0.84	0.400	-8.940284 3.568721
anno2007	-.2879759	3.154323	-0.09	0.927	-6.476052 5.9001
anno2006	-.3613848	3.065241	-0.12	0.906	-6.374702 5.651933
anno2005	2.185085	2.966446	0.74	0.461	-3.634419 8.004588
_cons	17.58142	3.686614	4.77	0.000	10.34911 24.81373

Modelo ROA-IGC

regress roa igc vm sales leverage anno2009 anno2008 anno2007 anno2006 anno2005

Source	SS	df	MS	Number of obs =	1332
Model	6636.16542	9	737.351713	F(9, 1322) =	12.84
Residual	75918.4519	1322	57.4269682	Prob > F =	0.0000
Total	82554.6173	1331	62.0245059	R-squared =	0.0804
				Adj R-squared =	0.0741
				Root MSE =	7.5781

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interva]
igc	-.5391821	.2524784	-2.14	0.033	-1.034484 - .0438801
vm	.0000363	4.74e-06	7.67	0.000	.000027 .0000456
sales	-7.40e-06	2.81e-06	-2.64	0.008	-.0000129 -1.89e-06
leverage	.3816002	.2315594	1.65	0.100	-.0726637 .8358642
anno2009	-1.768357	.7734695	-2.29	0.022	-3.285718 -.2509952
anno2008	-.9132806	.7680155	-1.19	0.235	-2.419943 .5933815
anno2007	.6263176	.7636709	0.82	0.412	-.8718214 2.124457
anno2006	.9716455	.7424532	1.31	0.191	-.4848695 2.42816
anno2005	.8536405	.7198435	1.19	0.236	-.5585198 2.265801
_cons	6.863189	.8861851	7.74	0.000	5.124707 8.601672

Modelo RC-IGC

```
regress rc igc vm sales leverage anno2009 anno2008 anno2007 anno2006 anno2005
```

Source	SS	df	MS	
Model	1.3681e+10	9	1.5201e+09	Number of obs = 1332
Residual	4.0775e+09	1322	3084333.11	F(9, 1322) = 492.86
Total	1.7759e+10	1331	13342412.8	Prob > F = 0.0000
				R-squared = 0.7704
				Adj R-squared = 0.7688
				Root MSE = 1756.2

rc	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
igc	103.8283	58.51226	1.77	0.076	-10.95877	218.6153
vm	.0659773	.001098	60.09	0.000	.0638234	.0681313
sales	.0020319	.0006502	3.13	0.002	.0007564	.0033075
leverage	-137.9776	53.66425	-2.57	0.010	-243.254	-32.70119
anno2009	44.78054	179.2528	0.25	0.803	-306.8704	396.4315
anno2008	248.2205	177.9888	1.39	0.163	-100.9508	597.3918
anno2007	55.20665	176.9819	0.31	0.755	-291.9894	402.4027
anno2006	221.3294	172.0647	1.29	0.199	-116.2202	558.8791
anno2005	236.6711	166.8249	1.42	0.156	-90.59927	563.9414
_cons	-538.5897	205.3748	-2.62	0.009	-941.4858	-135.6937

Modelo ROE-VBLES DEL IGC DESAGREGADAS

```
regress roe tdlnactiv indeptdir dualidad nreuniones retlnactiv vm sales leverage
anno2009 anno2008 anno2007
```

Source	SS	df	MS	
Model	31792.3353	11	2890.2123	Number of obs = 810
Residual	992966.667	798	1244.31913	F(11, 798) = 2.32
Total	1024759	809	1266.6984	Prob > F = 0.0083
				R-squared = 0.0310
				Adj R-squared = 0.0177
				Root MSE = 35.275

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interva]
tdlnactiv	12.56496	6.921794	1.82	0.070	-1.022118 26.15203
indeptdir	.0803205	.1495086	0.54	0.591	-.2131561 .3737971
dualidad	-3.721347	3.626828	-1.03	0.305	-10.8406 3.397904
nreuniones	-.9599625	.4268651	-2.25	0.025	-1.797874 -.1220514
retlnactiv	-.0000591	.0001268	-0.47	0.641	-.0003079 .0001897
vm	.0001073	.0000301	3.57	0.000	.0000483 .0001663
sales	-.0000368	.0000223	-1.65	0.099	-.0000806 6.92e-06
leverage	-1.221666	1.598886	-0.76	0.445	-4.360185 1.916854
anno2009	-2.681545	3.685173	-0.73	0.467	-9.915323 4.552234
anno2008	.1818531	3.692325	0.05	0.961	-7.065964 7.42967
anno2007	2.382129	3.661783	0.65	0.516	-4.805735 9.569993
_cons	4.575778	15.81624	0.29	0.772	-26.47058 35.62213

Modelo ROA-VBLES DEL IGC DESAGREGADAS

```
regress roa tdlnactiv indeptdir dualidad nreuniones retlnactiv vm sales leverage
anno2009 anno2008 anno2007
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	821
Model	6969.24692	11	633.567901	F(11, 809) =	9.02
Residual	56840.532	809	70.2602374	Prob > F =	0.0000
Total	63809.7789	820	77.8168036	R-squared =	0.1092
				Adj R-squared =	0.0971
				Root MSE =	8.3821

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tdlnactiv	.0284739	1.622478	0.02	0.986	-3.156289	3.213237
indeptdir	-.0338869	.0349018	-0.97	0.332	-.1023956	.0346218
dualidad	-2.155989	.8572698	-2.51	0.012	-3.838724	-.4732535
nreuniones	-.4128506	.1005346	-4.11	0.000	-.61019	-.2155111
retlnactiv	.0000638	.00003	2.13	0.034	4.90e-06	.0001228
vm	.0000394	6.88e-06	5.72	0.000	.0000259	.0000529
sales	-6.93e-06	4.55e-06	-1.52	0.128	-.0000159	2.01e-06
leverage	1.004705	.3775344	2.66	0.008	.2636422	1.745767
anno2009	-2.469157	.8721961	-2.83	0.005	-4.181191	-.7571228
anno2008	-1.427447	.8707243	-1.64	0.102	-3.136592	.2816983
anno2007	.114878	.8677401	0.13	0.895	-1.58841	1.818165
_cons	9.408572	3.66248	2.57	0.010	2.219488	16.59766

Modelo RC-VBLES DEL IGC DESAGREGADAS

```
regress rc tdlnactiv indeptdir dualidad nreuniones retlnactiv vm sales
leverage anno2009 anno2008 anno2007
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	821
Model	1.0379e+10	11	943564383	F(11, 809) =	259.14
Residual	2.9457e+09	809	3641113.01	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.7789
				Adj R-squared =	0.7759
Total	1.3325e+10	820	16249839.8	Root MSE =	1908.2

rc	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tdlnactiv	575.239	369.3525	1.56	0.120	-149.7633	1300.241
indeptdir	22.99549	7.945285	2.89	0.004	7.399682	38.59129
dualidad	-44.70024	195.1551	-0.23	0.819	-427.7702	338.3697
nreuniones	-8.422672	22.88642	-0.37	0.713	-53.34643	36.50109
retlnactiv	-.0026906	.0068366	-0.39	0.694	-.0161101	.0107289
vm	.0716802	.0015669	45.75	0.000	.0686045	.074756
sales	.0017793	.0010366	1.72	0.086	-.0002555	.003814
leverage	-54.96013	85.94465	-0.64	0.523	-223.6609	113.7407
anno2009	-195.1503	198.553	-0.98	0.326	-584.8901	194.5894
anno2008	37.62394	198.2179	0.19	0.850	-351.4582	426.706
anno2007	-197.2328	197.5386	-1.00	0.318	-584.9814	190.5158
_cons	-2673.198	833.7532	-3.21	0.001	-4309.772	-1036.623

Bloque B: Estudio de las relaciones entre el IGC junto con la transparencia informativa y la rentabilidad empresarial

Modelo ROE-(IGC+TI)

```
regress roe igc mprg2vbles difrcrg vm sales leverage anno2009 anno2008 anno2007
anno2006 anno2005
```

Source	SS	df	MS	
Model	32351.4336	11	2941.03942	Number of obs = 1297
Residual	1262092.39	1285	982.173067	F(11, 1285) = 2.99
Total	1294443.82	1296	998.799248	Prob > F = 0.0006
				R-squared = 0.0250
				Adj R-squared = 0.0166
				Root MSE = 31.34

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
igc	.8258688	1.073768	0.77	0.442	-1.280663	2.9324
mprg2vbles	-5.289945	2.147672	-2.46	0.014	-9.503274	-1.076617
difrcrg	2.236918	2.03852	1.10	0.273	-1.762275	6.236111
vm	.0000811	.0000202	4.02	0.000	.0000415	.0001207
sales	-.0000315	.000013	-2.42	0.016	-.0000571	-5.95e-06
leverage	-1.775491	.972773	-1.83	0.068	-3.683888	.1329069
anno2009	-5.139161	3.28453	-1.56	0.118	-11.58279	1.304468
anno2008	-1.30785	3.454634	-0.38	0.705	-8.085192	5.469491
anno2007	-.743092	3.234822	-0.23	0.818	-7.089204	5.60302
anno2006	-.6569718	3.138657	-0.21	0.834	-6.814426	5.500483
anno2005	2.80134	3.149783	0.89	0.374	-3.377942	8.980623
_cons	16.82057	4.098806	4.10	0.000	8.77948	24.86165

Modelo ROA-(IGC+TI)

```
regress roa igc mprg2vbles difrcrg vm sales leverage anno2009 anno2008 anno2007
anno2006 anno2005
```

Source	SS	df	MS	
Model	6798.01836	11	618.001669	Number of obs = 1309
Residual	74860.5973	1297	57.7182708	F(11, 1297) = 10.71
				Prob > F = 0.0000
				R-squared = 0.0832
				Adj R-squared = 0.0755
Total	81658.6156	1308	62.4301343	Root MSE = 7.5973

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
igc	-.5234541	.257112	-2.04	0.042	-1.027855	-.0190532
mprg2vbles	.1468377	.5201023	0.28	0.778	-.8734962	1.167172
difrcrg	.4929849	.4916558	1.00	0.316	-.4715429	1.457513
vm	.0000382	4.84e-06	7.89	0.000	.0000287	.0000477
sales	-9.32e-06	2.94e-06	-3.17	0.002	-.0000151	-3.56e-06
leverage	.3796926	.2351203	1.61	0.107	-.0815652	.8409504
anno2009	-1.610452	.7922473	-2.03	0.042	-3.164679	-.0562258
anno2008	-.4657361	.8304955	-0.56	0.575	-2.094998	1.163526
anno2007	.6562694	.7817385	0.84	0.401	-.8773411	2.18988
anno2006	1.037993	.7587512	1.37	0.172	-.4505209	2.526507
anno2005	1.135265	.762041	1.49	0.137	-.359703	2.630233
_cons	6.323337	.9818827	6.44	0.000	4.397084	8.249589

Modelo RC-(IGC+TI)

```
regress rc igc mprg2vbles difrcrg vm sales leverage anno2009 anno2008 anno2007
anno2006 anno2005
```

Source	SS	df	MS	
Model	1.3776e+10	11	1.2524e+09	Number of obs = 1309
Residual	3.8951e+09	1297	3003150.88	F(11, 1297) = 417.02
Total	1.7671e+10	1308	13510084.2	Prob > F = 0.0000
				R-squared = 0.7796
				Adj R-squared = 0.7777
				Root MSE = 1733

rc	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
igc	100.7296	58.64813	1.72	0.086	-14.32596 215.7852
mprg2vbles	303.276	118.6371	2.56	0.011	70.53426 536.0177
difrcrg	-103.5938	112.1484	-0.92	0.356	-323.6059 116.4183
vm	.0671078	.001103	60.84	0.000	.064944 .0692716
sales	.0020871	.0006703	3.11	0.002	.000772 .0034022
leverage	-125.072	53.63177	-2.33	0.020	-230.2865 -19.85745
anno2009	-25.44658	180.7144	-0.14	0.888	-379.9711 329.0779
anno2008	151.2303	189.4389	0.80	0.425	-220.41 522.8706
anno2007	-9.731003	178.3173	-0.05	0.956	-359.5529 340.0909
anno2006	165.4859	173.0738	0.96	0.339	-174.0494 505.0211
anno2005	138.6626	173.8242	0.80	0.425	-202.3448 479.67
_cons	-513.4087	223.9709	-2.29	0.022	-952.7936 -74.02388

Modelo ROE- (IGC desag.+TI)

```
regress roe tdlnactiv indeptdir dualidad nreuniones retlnactiv mprg2vbles difrcrg vm
sales leverage anno2009 anno2008 anno2007
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	810
Model	34357.633	13	2642.89484	F(13, 796) =	2.12
Residual	990401.369	796	1244.22283	Prob > F =	0.0112
Total	1024759	809	1266.6984	R-squared =	0.0335
				Adj R-squared =	0.0177
				Root MSE =	35.274

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tdlnactiv	12.60131	6.928727	1.82	0.069	-.9994293	26.20204
indeptdir	.0840055	.1495974	0.56	0.575	-.2096466	.3776575
dualidad	-3.789903	3.627094	-1.04	0.296	-10.9097	3.329897
nreuniones	-.9239299	.4275918	-2.16	0.031	-1.763271	-.0845891
retlnactiv	-.0000617	.0001275	-0.48	0.629	-.0003119	.0001885
mprg2vbles	-3.123773	2.99548	-1.04	0.297	-9.003746	2.7562
difrcrg	2.94681	3.031502	0.97	0.331	-3.003874	8.897493
vm	.000106	.0000301	3.53	0.000	.000047	.0001651
sales	-.000038	.0000223	-1.70	0.089	-.0000818	5.78e-06
leverage	-1.102853	1.606783	-0.69	0.493	-4.256887	2.05118
anno2009	-2.456402	3.692775	-0.67	0.506	-9.70513	4.792326
anno2008	1.843508	4.0801	0.45	0.652	-6.165519	9.852535
anno2007	2.013727	3.673004	0.55	0.584	-5.196192	9.223646
_cons	2.370315	16.04362	0.15	0.883	-29.12249	33.86312

Modelo ROA- (IGC desag.+TI)

```
regress roa tdlnactiv indeptdir dualidad nreuniones retlnactiv mprg2vbles difrcrg vm
sales leverage anno2009 anno2008 anno2007
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	821
Model	7237.07441	13	556.698031	F(13, 807) =	7.94
Residual	56572.7045	807	70.1024839	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.1134
				Adj R-squared =	0.0991
Total	63809.7789	820	77.8168036	Root MSE =	8.3727

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tdlnactiv	.1918046	1.622906	0.12	0.906	-2.99381	3.377419
indeptdir	-.0360155	.0348905	-1.03	0.302	-.1045024	.0324714
dualidad	-2.143493	.8563882	-2.50	0.013	-3.824505	-.4624822
nreuniones	-.4128223	.1006093	-4.10	0.000	-.610309	-.2153356
retlnactiv	.0000696	.0000301	2.31	0.021	.0000104	.0001288
mprg2vbles	.9643929	.7100606	1.36	0.175	-.4293907	2.358176
difrcrg	1.016087	.714725	1.42	0.156	-.3868523	2.419026
vm	.0000395	6.88e-06	5.75	0.000	.000026	.000053
sales	-6.90e-06	4.55e-06	-1.52	0.130	-.0000158	2.03e-06
leverage	.9386239	.3791575	2.48	0.014	.1943726	1.682875
anno2009	-2.378002	.8734149	-2.72	0.007	-4.092435	-.6635691
anno2008	-.8320102	.9619085	-0.86	0.387	-2.720148	1.056128
anno2007	.0554341	.8693879	0.06	0.949	-1.651094	1.761963
_cons	8.374353	3.718737	2.25	0.025	1.074814	15.67389

Modelo RC- (IGC desag.+TI)

```
regress rc tdlnactiv indeptdir dualidad nreuniones retlnactiv mprg2vbles difrcrg vm
sales leverage anno2009 anno2008 anno2007
```

Source	SS	df	MS	
Model	1.0397e+10	13	799751170	Number of obs = 821
Residual	2.9281e+09	807	3628380.95	F(13, 807) = 220.42
Total	1.3325e+10	820	16249839.8	Prob > F = 0.0000
				R-squared = 0.7803
				Adj R-squared = 0.7767
				Root MSE = 1904.8

rc	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tdlnactiv	582.2391	369.2181	1.58	0.115	-142.5021	1306.98
indeptdir	22.3884	7.93775	2.82	0.005	6.807327	37.96947
dualidad	-38.90894	194.8321	-0.20	0.842	-421.3463	343.5285
nreuniones	-11.28069	22.88905	-0.49	0.622	-56.20978	33.64841
retlnactiv	-.0019205	.0068581	-0.28	0.780	-.0153824	.0115413
mprg2vbles	328.1203	161.5419	2.03	0.043	11.02849	645.2122
difrcrg	-133.3876	162.6031	-0.82	0.412	-452.5624	185.7872
vm	.0717833	.0015649	45.87	0.000	.0687116	.0748551
sales	.0018761	.0010358	1.81	0.070	-.0001572	.0039093
leverage	-70.52207	86.25999	-0.82	0.414	-239.8425	98.79835
anno2009	-205.6019	198.7057	-1.03	0.301	-595.6429	184.4391
anno2008	-35.07178	218.8384	-0.16	0.873	-464.6314	394.4878
anno2007	-174.7381	197.7895	-0.88	0.377	-562.9808	213.5046
_cons	-2580.546	846.029	-3.05	0.002	-4241.223	-919.8688