

FACTORES EXPLICATIVOS DEL BUEN GOBIERNO EN LA EMPRESA ESPAÑOLA*

EXPLANATORY FACTORS OF GOOD GOVERNANCE IN SPANISH LISTED FIRMS

PABLO CARAVACA SÁNCHEZ, Universidad de Murcia (España)

JUAN P. SÁNCHEZ BALLESTA, Universidad de Murcia (España)

EMMA GARCÍA MECA, Universidad Politécnica de Cartagena (España) emma.garcia@upct.es

RESUMEN

El presente estudio analiza empíricamente el grado de cumplimiento de varias recomendaciones relativas al consejo de administración establecidas por el Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades españolas cotizadas, y sus factores determinantes durante los años 2007 y 2008. Los resultados evidencian que aquellas empresas con mayor proporción de consejeros independientes y de presencia de mujeres en el consejo presentan un mejor índice de cumplimiento.

PALABRAS CLAVE: gobierno corporativo, consejo de administración, buen gobierno, códigos de buen gobierno.

Clasificación JEL: M14

ABSTRACT

This paper investigates the level of compliance of several recommendations regarding board of directors included in the Code of Corporate Governance for Spanish listed firms and their determinants during the period 2007-2008. The results show that compliance is positively related to board independence and the presence of women on the board.

KEYWORDS: Corporate governance, board of directors, good governance, codes of governance.

JEL Classification: M14

* Los autores agradecen el apoyo financiero del Ministerio de Economía y Competitividad (ref. ECO2011-29144-C03-02).

1 INTRODUCCIÓN

Situado dentro del marco de la Teoría de la Agencia, una de las líneas de investigación que más importancia han adquirido en los últimos años es la relativa al gobierno corporativo, definido por Shleifer y Vishny (1997) como un conjunto de mecanismos a través de los cuales los inversores se protegen a sí mismos de la expropiación de los insiders, minimizando con ello los costes de agencia. Así, en sentido amplio, el gobierno de la empresa recoge todos aquellos mecanismos que controlan los posibles comportamientos oportunistas de la dirección de la empresa. La estructura de propiedad, los sistemas de retribución o el propio consejo de administración constituyen mecanismos de gobierno corporativo cuyo objetivo es alinear intereses y supervisar las actuaciones directivas.

Recomendaciones sobre las características de estos mecanismos aparecen en los códigos de buen gobierno, los cuales hacen referencia principalmente a los distintos factores que pueden influir en la labor supervisora que ejercen los consejos de administración, estableciendo recomendaciones en relación con su estructura, composición y tamaño (Fernández et al., 1998). Denominados Códigos de Conducta, de Gobierno Corporativo, o de Buenas Prácticas, desde la década de los noventa nos encontramos entre otros con el Informe Cadbury (Gran Bretaña, 1992), el Informe Greenbury (Gran Bretaña 1995), los Informes Vienot (Francia, 1995 y 1998), así como Informes a nivel de agrupación de países, como Los Principios de Gobierno Corporativo emitidos por la OCDE en 2004. En línea con otras iniciativas internacionales que tratan de ofrecer garantías y directrices que posibiliten la gestión eficaz de las organizaciones empresariales, en 1998 se publicó en España el Código Olivencia, al que siguieron el Informe Aldama (2003) y el actual Código Unificado de Buen Gobierno, publicado en 2006, también conocido como Código Conthe. Aunque su cumplimiento no es obligatorio, el art. 116 de la Ley de Mercado de Valores obliga a las sociedades cotizadas españolas a consignar en su Informe Anual de Gobierno Corporativo el grado de seguimiento de las recomendaciones sobre gobierno corporativo, o en su caso la explicación de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones.

Los distintos códigos abarcan aspectos como la divulgación de información, los deberes fiduciarios de los administradores y la misión de los órganos de gobierno (Aguilera y Cuervo Cazorra, 2004; López y Pereira, 2006), por lo que, de acuerdo con Carrasco y Laffarga (2007), se puede afirmar que los códigos son la respuesta de los órganos reguladores para ayudar a las sociedades cotizadas a que vuelvan a ganarse la confianza de los mercados, debido a que están encaminados a alentar a las empresas para que fomenten la transparencia en aspectos organizativos, estratégicos y de información financiera que divulgan. Así, como argumentan López y Pereira (2006) en su estudio internacional de los códigos de buen gobierno de 29 países, el movimiento de reforma del gobierno corporativo trata de suplir las deficiencias del

entorno legal e institucional a fin de otorgar una mejor protección a los inversores en aquellas naciones donde estos gozan de menor cobertura legal.

Partiendo de lo anterior, el presente estudio analiza empíricamente el grado de cumplimiento de las recomendaciones relativas al consejo de administración incluidas en el Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas. Asimismo estudia la relación entre el buen gobierno y variables económico-financieras y de gobierno corporativo determinantes del mismo.

Los resultados son consistentes con algunas de las tesis de gobierno corporativo relativas a la influencia de la independencia del consejo de administración (Forker, 1992; Peasnell et al., 2002, Patelli y Prencipe, 2007) y la presencia de mujeres en el consejo en el fomento de las prácticas de buen gobierno. El presente trabajo es uno de los primeros en estudiar la implantación de las recomendaciones del nuevo código de buen gobierno español y sus factores determinantes, continuando así la evidencia mostrada por estudios previos relativos al cumplimiento de las recomendaciones establecidas por códigos anteriores en España (Gómez y Fernandez, 2003; García-Osma y Gill-de-Albornoz, 2004, con relación al Código Olivencia).

El resto del trabajo se estructura de la siguiente forma: en la sección segunda exponemos la literatura previa y las hipótesis de investigación; en el tercer epígrafe desarrollamos el diseño metodológico, en el cuarto comentamos los resultados obtenidos, y finalizamos con las principales conclusiones derivadas del trabajo.

2 LITERATURA PREVIA Y DESARROLLO DE HIPÓTESIS

Debido a que existe una voluntariedad en el seguimiento de las recomendaciones del CUBG, interesa conocer los factores que condicionan el mayor o menor cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno por parte de las empresas españolas cotizadas. De entre las distintas recomendaciones incluidas en el código, aquellas relacionadas con el consejo de administración destacan por su mayor relevancia debido a que el consejo de administración es considerado como piedra angular en todos los códigos de buen gobierno a nivel mundial, haciendo recomendaciones concretas sobre su composición, tamaño y estructura (Salas, 2002; Alonso, 2006).

2.1. La independencia del consejo y el buen gobierno

La literatura previa sostiene que un alto grado de independencia del consejo de administración da lugar a un mayor control de las actividades de la empresa. Fama y Jensen (1983) sugieren

que los consejeros independientes proporcionan una mayor transparencia en su actuación debido a su deseo de mantener su reputación de cara al exterior. Byrd y Hickman (1992) consideran que los consejeros independientes contribuyen a reducir el atrincheramiento directivo y la expropiación de recursos de la empresa.

La actividad empresarial controlada por consejeros independientes es apoyada por distintos trabajos. Forker (1992) afirma que a mayor proporción de consejeros externos, mejor será la calidad de la información financiera emitida al exterior. Peasnell et al. (2002) concluyen que la existencia de independientes reduce la manipulación de resultados en la empresa, mientras que Patelli y Prencipe (2007) muestran que los consejeros independientes empujan al resto del consejo a mejorar en su actuación y ofrecer una imagen adecuada de la empresa al exterior. También Klein (2002) y Xie et. al (2003) encuentran evidencia de que la incorporación de miembros independientes a los consejos reduce la manipulación de la información.

Sin embargo, un segundo punto de vista apunta que la existencia de independientes puede no dar lugar a todos los efectos positivos descritos anteriormente debido a no resultar efectiva por causas como la cultura empresarial (Jensen, 1993) o por dar lugar a una influencia negativa en la cohesión del consejo, puesto que forman parte de la toma de decisiones. En este sentido Haniffa y Cooke (2002) y Brammer y Pavelin (2006) no encuentran una relación negativa entre la independencia del consejo y la manipulación contable. Tampoco Price et. al. (2006, 2007); Teitel y Machuga (2008); Chong et. al. (2009) y Dávila y Watkins (2009) encuentran evidencia respecto a la implementación de los principios de buen gobierno y la incorporación de consejeros independientes en sus consejos. Dado lo anterior, exponemos la siguiente hipótesis:

H1: La presencia de independientes en el Consejo de Administración está relacionada con las prácticas de buen gobierno.

2.2. La Concentración de la propiedad y el Buen Gobierno

El segundo mecanismo de estructura de propiedad del cual vamos a estudiar su influencia sobre el buen gobierno es la concentración, medida en nuestro caso como la participación de los 5 máximos accionistas.

La mayoría de trabajos que estudian esta problemática afirman que la concentración de la propiedad favorece un mayor control de los propietarios y con ello un incremento del valor de la compañía. De Bos y Donker (2004) muestran que un mecanismo corporativo efectivo para reducir discrecionalidades e incrementar el control es la concentración empresarial. De

acuerdo con Shleifer y Vishny (1997) y otros estudios, si el control por parte de los propietarios supone mejoras en las decisiones empresariales y si no existe ningún elemento perturbador adicional, la actuación empresarial y la concentración estarán positivamente relacionadas. También algunos estudios apoyan la existencia de una relación positiva entre la concentración accionarial y la divulgación de información voluntaria (Hannifa y Cooke, 2002; Chau y Gray, 2002), aunque la evidencia empírica no es del todo concluyente (García-Meca y Sánchez-Ballesta, 2010).

H2: La concentración de la propiedad influye en la adopción de las prácticas de buen gobierno.

2.3. Diversidad de género y buen gobierno

Uno de los aspectos más tenidos en cuenta por los códigos de gobierno es la presencia de mujeres en el Consejo de Administración. Este creciente interés procede de las reconocidas diferencias entre hombres y mujeres en aspectos relativos a estilos de dirección, conservadurismo o capacidad de comunicación (Peni y Vahamaa, 2008)

En este sentido, existe una gran cantidad de argumentos a favor de la diversidad de género en los consejos. Fondas y Sassalos (2000) señalan la mayor eficiencia de los consejos de diverso sexo frente a los compuestos únicamente por hombres, dada la aportación de pautas distintas por parte de las consejeras en el proceso de decisión.

Por su parte, Carter et al. (2003) afirman que, siempre y cuando el papel de las mujeres en los consejos no se vea relegado a un segundo plano, éstas pueden incrementar la independencia y eficiencia del mismo, pues son capaces de plantear problemáticas que no serían puestas de relieve por consejeros masculinos.

Diversos argumentos, sin embargo, sugieren la influencia negativa de la diversidad de género sobre el desempeño de los consejos de administración. Tal es el caso de Williams y O'Reilly (1998), quienes exponen que, en mercados altamente competitivos, es necesaria una pronta respuesta a los cambios en los mercados y la presencia de diversidad de género puede retrasar tal reacción. En consonancia con esto, Lau y Murnighan (1998) explican que la diversidad de género puede dar lugar a conflictos y una más lenta y menos efectiva toma de decisiones.

Desde el punto de vista empírico, García Lara et al. (2009) y Vahamaa (2010) encuentran una relación positiva entre la diversidad de género y las medidas de efectividad del Consejo de Administración, argumentando que la presencia de consejeras parece tener un impacto similar al de los consejeros independientes. Por su parte, Nielsen y Huse (2010) y Araújo

Pinzón et al. (2010), señalan que cuanto mayor es la experiencia de las consejeras, mejor serán las estrategias implementadas por parte de los consejos. En contraste con lo anterior, Carrasco y Laffarga (2007) no encuentran una relación clara entre la emisión de CBG y la diversidad de género en los países que los emiten, aunque evidencian que en aquellos países donde expresamente se recoge en sus códigos la recomendación sobre diversidad de género es donde más se practica ésta por las empresas.

Por su parte, autores como Adams y Ferreira (2009) y Terjesen *et. al* (2009), encuentran una relación positiva entre la presencia de mujeres en el consejo y el desempeño empresarial (performance), mientras que Shrader et al. (1997) obtienen resultados contrarios. En España, del Brío y del Brío (2009) evidencian que las empresas con alto nivel de deuda e intensivas en I+D son las que cuentan con mayor participación femenina, confirmando que existe una relación positiva entre diversidad de género e independencia y entre dicha diversidad y el carácter innovador de la empresa.

Partiendo de lo anterior, pretendemos contrastar la hipótesis de si la presencia femenina influye en el cumplimiento de las prácticas de buen gobierno.

H3: La presencia de mujeres en los consejos de administración influye en el cumplimiento de las prácticas de buen gobierno.

Variables de control: Tamaño, endeudamiento, sector y pertenencia al IBEX

Una de las variables más determinantes del comportamiento empresarial es el tamaño de las compañías, y en este sentido también se considera que puede influir en la adopción de prácticas de buen gobierno. Klapper y Love (2004) afirman que la relación del tamaño de la compañía con las prácticas de buen gobierno puede ser tanto positiva como negativa. También Cai et al (2009) sugieren que puesto que las grandes empresas podrían encontrarse con mayores costes de agencia, la adopción de prácticas de buen gobierno podría limitar tal problema. Sin embargo, de las compañías pequeñas se espera que crezcan rápido y que, en consecuencia, necesiten de financiación externa, lo que puede llevarles a hacer uso de la adopción de recomendaciones de buen gobierno para mejorar su imagen.

Otra de las variables que puede influir en el comportamiento empresarial es el endeudamiento, el cual, además, puede ejercer un papel de control de la dirección. Por un lado, según Jensen (1986), reduce el nivel de flujos de caja libres, mientras que por otro lado aumenta el riesgo de quiebra de las empresas, reduciendo así la posibilidad de que los consejeros lleven a cabo practicas discrecionales. (Grossman y Hart, 1982; Stulz, 1990; Hart y Moore, 1995). Ante estos resultados se puede esperar que sean las empresas más endeudadas y, por tanto,

con una libertad más restringida para sus consejeros, las que presenten un mayor grado de cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno, aunque la evidencia previa no es concluyente. Finalmente, tanto el sector, debido al distinto control y regulación, como la pertenencia al IBEX, pueden afectar al grado de cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno.

3 METODOLOGÍA

3.1. Definición de variables y modelo de regresión

3.1.1. *Variable dependiente: medición del cumplimiento del Código Unificado de Buen Gobierno*

La variable dependiente del presente estudio es el grado de cumplimiento de las recomendaciones estipuladas por el Código Unificado de Buen Gobierno. Siguiendo a García-Osma y Gill-de-Albornoz (2004) la hemos medido elaborando un índice de buen gobierno para cada empresa y año, teniendo en cuenta los siguientes puntos:

- 1) Se escogen las recomendaciones referidas al Consejo de Administración, pues el objetivo de nuestro estudio es valorar la calidad de conducta del consejo.
- 2) De las recomendaciones relacionadas con el consejo de administración, se eliminan aquellas (10, 12, 13, 15 y 54) que podrían ocasionar problemas de circularidad por su relación con las variables explicativas.
- 3) Para construir el índice, siguiendo la metodología de estudios previos (Chen et al., 2007) se le otorga puntuación 1 si cumple la recomendación y 0 si la incumple, o cumple parcialmente, hallando posteriormente una media de las puntuaciones obtenidas para lograr el grado de cumplimiento global.

El resultado fue el siguiente: de las 57 recomendaciones que presenta el nuevo informe, son seleccionadas 19, que son definidas de forma resumida en el ANEXO I.

3.1.2. *Medición de las variables independientes*

En la tabla 1 se presentan las variables independientes usadas en el estudio y su definición con su correspondiente abreviatura.

TABLA 1. DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES INDEPENDIENTES Y DE CONTROL

Nombre de la variable	Abreviatura	Definición
Porcentaje de independientes en el Consejo	Indptes	Porcentaje de consejeros independientes sobre el total de miembros del consejo
Concentración	Largest3	Porcentaje de propiedad en manos de los 3 máximos accionistas
Porcentaje de mujeres en el Consejo	%Mujeres	En valor relativo, mide la presencia femenina en el Consejo
Tamaño	Tamaño	Logaritmo de la cifra de activo de la empresa
Endeudamiento	Endeud	Mide la deuda total en la empresa sobre activo, considerando los fondos propios a valor de mercado
Pertenencia al IBEX	IBEX	1 si cotiza en el IBEX; 0 en caso contrario

3.2. Modelo de regresión

En el análisis de los determinantes del grado de cumplimiento relacionamos el índice con las variables descritas anteriormente.

$$Indice_{it} = b_0 + b_1(\%Mujeres_{it}) + b_2(Indptes_{it}) + b_3(Block_{it}) + b_4(Tamaño_{it}) + b_5(Endeud_{it}) + \sum_j b_j Dummies_Sector + e_{it}$$

3.3. Muestra

La muestra procede de las empresas españolas no financieras cotizadas en la Bolsa de Madrid en los años 2007 y 2008. Las empresas financieras quedan excluidas debido a sus diferentes estructuras de gobierno y datos financieros. La información procede de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), de donde hemos obtenido una muestra compuesta por 116 empresas para cada año, lo que supone un total de 232 observaciones.

4 RESULTADOS

4.1. Análisis descriptivo

La tabla 2 presenta los estadísticos descriptivos para el conjunto de variables continuas utilizadas en el estudio. Se incluye en la tabla la media, mediana, desviación típica y percentiles 10 y 90 para las variables: índice, tamaño de la empresa, porcentaje de mujeres en el consejo, endeudamiento, liquidez, porcentaje de independientes en el consejo y concentración.

TABLA 2. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS DE LAS VARIABLES CONTÍNUAS

Variables	Media	Mediana	Desv Típica	Perc 10	Perc 90
Índice	0,80	0,81	0,12	0,62	0,95
Tamaño	13,12	13,80	1,97	10,78	15,77
%mujeres	0,046	0,00	0,07	0,00	0,15
Endeud	0,63	0,65	0,19	0,34	0,86
Indptes	0,30	0,30	0,16	0,08	0,50
Largest3	54,55	58,31	23,48	21,57	84,71

El grado de cumplimiento medio de las recomendaciones de buen gobierno es bastante alto (80%), e incluso el percentil 10 alcanza un valor del 62%. El consejo medio incluye un 30% de consejeros independientes. Los datos de estudios realizados en otros países evidencian, por comparación, la escasez de directores independientes en los consejos españoles. Ejemplos de estos estudios son los realizados por Ashbaugh et al (2006) con empresas norteamericanas, obteniendo una media de 70% de independientes. También en Estados Unidos, los datos de Anderson et al (2003) muestran un 52% de directores independientes por término medio. En Francia, Piot y Missonier-Piera (2007) mostraron que, en empresas francesas en el periodo 1999-2001, el 42,4 % de los consejeros eran independientes, dato más cercano al caso español.

En cuanto a la diversidad de género, las mujeres representan un 4,6% sobre el total del consejo en términos relativos. Estas cifras igualmente están alejadas de estudios realizados a nivel europeo como el de Heidrick y Struggles (2011), que muestran una presencia del 12% de mujeres en los consejos. También son cifras alejadas de los estudios realizados en Estados Unidos. Carter et al (2003) muestran una media del 9,95% de mujeres en 1997. Por último, los resultados del presente estudio muestran una mejora respecto a los datos de Campbell y Mínguez-Vera (2008), quienes obtuvieron un 3,28% de mujeres en consejos españoles para el periodo 1995-2000.

La tabla 3 presenta los coeficientes de correlación de Pearson. El índice muestra una correlación positiva significativa con el porcentaje de mujeres en el consejo y el porcentaje de independientes en el consejo. Aunque hay correlaciones significativas entre variables independientes, los valores del factor de inflación de la varianza son adecuados, inferiores a 3, por lo que no se vislumbran problemas de multicolinealidad.

TABLA 3. MATRIZ DE CORRELACIONES

	Tamaño	%Mujeres	Indpts	Largest3	Endeu	Índice
Tamaño	1					
%Mujeres	0,145***	1				
Indpts	0,148**	0,136**	1			
Largest3	0,098	-0,048	-0,319***	1		
Endeu	0,349***	0,047	-0,011	0,097	1	
Índice	-0,078	0,136**	0,218***	0,008	0,085	1

p<0.05; *p<0.01

En la tabla 4 analizamos diferencias de medias en el cumplimiento del índice para valores superiores e inferiores a la mediana de las variables independientes (no hemos incluido %Mujeres porque su mediana es cero), y la comparación del grado de cumplimiento agregado por años. Encontramos que aquellas empresas con porcentaje de independientes superior a la mediana presentan, al 5%, un cumplimiento superior (81,8%) a aquellas con presencia de independientes inferior a la mediana (cumplimiento del 77,7%), lo que confirma los resultados de la matriz de correlaciones. Para el resto de variables no encontramos diferencias significativas. En el análisis por años, el cumplimiento global es muy similar en 2008 y 2009.

TABLA 4. DIFERENCIAS DE MEDIAS EN VARIABLE ÍNDICE

	<Mediana	>Mediana	t
Tamaño	0,797	0,804	0,430
Indpts	0,818	0,777	2,507**
Largest3	0,813	0,789	1,52
Endeu	0,792	0,804	0,673
Año			
	2008	2009	t
Índice	0,80	0,80	0,019

**p<0,05

En la tabla 5 se incluye el % de cumplimiento de las distintas recomendaciones.

Las recomendaciones que presentan un mayor cumplimiento son la 19 (desarrollo de sesiones), 27 (selección y nombramiento de consejeros), 37 (remuneración de consejeros externos), 45 (comisiones de supervisión y control) y 46 (comité de auditoría), todas por encima del 90%, mientras que las de menor cumplimiento son las relativas a retribuciones (40, 41 y 44). En la comparación entre años, presentan una mejora en el cumplimiento de al menos

5 puntos porcentuales las recomendaciones 9 (tamaño del consejo), 29 (selección de consejeros independientes), 40 (retribuciones) y 47 (auditoría interna) mientras que empeora el cumplimiento de la 28 (información pública sobre consejeros), 44 (comisión de nombramiento y retribuciones) y 50 (funciones del comité de auditoría).

TABLA 5. CUMPLIMIENTO DE LAS RECOMENDACIONES (0:NO; 1:SÍ)

	2008	2009		2008	2009
r3			r37		
0	21,93	20,72	0	1	1,72
1	78,07	79,28	1	100	98,28
r8			r40		
0	23,28	20,87	0	51,75	41,38
1	76,72	79,13	1	48,25	58,62
r9			r41		
0	12,07	6,9	0	53,57	51,75
1	87,93	93,1	1	46,43	48,25
r16			r44		
0	14,04	15,65	0	45,22	53,91
1	85,96	84,35	1	54,78	46,09
r17			r45		
0	21,79	23,08	0	6,03	0,87
1	78,21	76,92	1	93,97	99,13
r18			r46		
0	19,3	17,24	0	0	0
1	80,7	82,76	1	100	100
r19			r47		
0	2,65	5,17	0	13,79	7,76
1	97,35	94,83	1	86,21	92,24
r27			r50		
0	5,22	7,76	0	27,83	35,34
1	94,78	92,24	1	72,17	64,66
r28			r55		
0	27,83	38,79	0	27,68	30,63
1	72,17	61,21	1	72,32	69,37
r29			r57		
0	18,1	13,79	0	10,09	10,09
1	81,9	86,21	1	89,91	89,91
r35					
0	17,24	16,38			
1	82,76	83,62			

En la tabla 6 mostramos la correlación y su nivel de significación (equivalente a una diferencia de medias) entre las recomendaciones de mayor y menor cumplimiento y las variables independientes. En este sentido, el mayor tamaño está asociado a un menor cumplimiento de las recomendaciones relativas a remuneraciones (r40, r41 y r44), mientras que la presencia de independientes está positivamente asociada a la selección de consejeros (r27), pero negativamente asociada a la aprobación de los sistemas de retribución de consejeros por junta general (r40). Por otra parte, tanto el tamaño como la concentración inciden negativamente en la existencia de reuniones frecuentes (r19), aunque el nivel de significación es débil, y el endeudamiento favorece la revelación de la remuneración de consejeros externos (r37).

TABLA 6. CORRELACIÓN ENTRE VARIABLES INDEPENDIENTES Y RECOMENDACIONES CON MAYOR Y MENOR CUMPLIMIENTO

	r19	r27	r37	r45	r40	r41	r44
Tamaño	-0,1143*	0,0497	0,0977	0,077	-0,1681**	-0,1494**	-0,165**
Indptes	-0,0056	0,1745***	-0,0077	0,0787	-0,1335**	0,0062	0,1098*
Largest3	-0,1235*	0,1251*	-0,0604	0,0852	-0,0194	-0,0597	-0,0545
%mujeres	0,0013	0,0842	-0,0019	-0,003	0,0207	0,0083	0,0262
Endeu	-0,0439	-0,0065	0,1485**	0,0644	-0,0011	0,009	-0,0251

*p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01

4.2. Resultados de regresión

En la tabla 7 presentamos los resultados del modelo, donde las estimaciones se han realizado con cluster de empresa y año (Petersen, 2009). Los resultados muestran una relación positiva y significativa entre el índice de buen gobierno y dos variables del consejo: el porcentaje de mujeres en el consejo (p<0,01) y el porcentaje de consejeros independientes (p<0,05).

Los resultados relativos al género contradicen los obtenidos por Williams y O'Reilly (1998), quienes afirmaban que la presencia de mujeres en los consejos generaba una influencia negativa en su actuación. Son asimismo contrarios a Lau y Murningham (1998) quienes concluyeron que los consejos de administración mixtos pueden dar lugar a retrasos en la toma de decisiones. Por el contrario, los resultados obtenidos están en línea con los logrados por Fondas y Sassalos (2000) quienes señalan la mayor eficiencia de consejos de administración con presencia femenina, así como los resultados de Carter et al. (2003), quienes encuentran pruebas de la influencia positiva de las mujeres en los consejos.

La relación positiva entre el índice y el porcentaje de consejeros independientes se encuentra en la línea de los trabajos de Peasnell et al. (2002), quienes sostienen que a mayor porcentaje de independientes, mayor limitación de prácticas discrecionales en la empresa, así como Patelli y Prencipe (2007), quienes obtuvieron que la presencia de estos consejeros obliga al resto a mejorar su actuación en la compañía. Asimismo, se verifica, a un nivel del 10%, que las empresas de mayor tamaño presentan un menor grado de cumplimiento, lo que es consistente con el análisis descriptivo mostrado más arriba.

TABLA 7. RESULTADOS DE REGRESIÓN. VD: ÍNDICE

	Coef.	t
%Mujeres	0,204***	2,65
Indptes	0,158**	2,50
Largest3	3,48e-6	0,01
Tamaño	-0,011*	-1,74
Endeu	0,040	1,31
IBEX	-0,002	-0,05
Constante	0,895***	8,91
Sector	Sí	
F= 2,37**		
R2= 0,084		

*p<0,10; **p<0,05; ***p<0,01

En cuanto al resto de variables incluidas en el modelo, no se encuentra relación significativa del índice con ninguna de ellas.

En la tabla 8, realizamos una regresión logística para las recomendaciones con menor grado de cumplimiento, las relativas a remuneraciones, excepto de consejeros externos (r40, r41, r44). Los resultados confirman lo puesto de manifiesto en el análisis descriptivo, que el tamaño incide negativamente en el cumplimiento de las recomendaciones sobre remuneraciones, mientras la presencia de independientes está negativamente asociada a r40 pero positivamente asociada a r44.

TABLA 8. RESULTADOS DE REGRESIÓN LOGÍSTICA DE
RECOMENDACIONES DE MENOR CUMPLIMIENTO

	r40	r41	44
%Mujeres	0,656	1,017	1,875
	(0,34)	(0,52)	(0,96)
Indptes	-2,039**	-0,076	1,969**
	(-2,15)	(-0,008)	(2,03)
Largest3	-0,006	-0,002	-0,001
	(-0,95)	(-0,31)	(-0,2)
Tamaño	-0,179	-0,371***	-0,272**
	(-1,48)	(-2,98)	(-2,12)
Endeu	0,067	1,600**	0,630
	(0,09)	(2,05)	(0,81)
IBEX	0,291	0,190	0,132
	(-0,62)	(0,39)	(0,27)
Constante	4,254***	5,393***	2,142
	(2,66)	(3,29)	(1,31)
Sector	Sí	Sí	Sí
Año	Sí	Sí	Sí
Prob>Chi2	0,101	0,046	0,004
PseudoR2	0,0545	0,064	0,087

*p<0,10; **p<0,05; ***p<0,01. Estadísticos z entre paréntesis

5 CONCLUSIONES

A pesar del auge en los últimos años de los códigos de buen gobierno, pocos son los estudios analíticos realizados para evaluar cuáles son las variables que afectan en mayor o menor medida a lograr esas pautas de buen gobierno.

Este estudio analiza, para las empresas españolas cotizadas durante los años 2007 y 2008, algunas de las variables que pueden considerarse relevantes a la hora de explicar el cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno referidas al consejo de administración.

Desde un punto de vista descriptivo es de destacar el alto grado de cumplimiento de las recomendaciones del código unificado, exceptuando las relativas a remuneraciones.

Desde un análisis multivariante sobre el grado de cumplimiento del índice, nuestros resultados muestran que la independencia del consejo contribuye a que éste logre actuar de acuerdo a las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno. Los resultados también aportan evidencia de que la presencia de mujeres en el consejo favorece la actuación de acuerdo a las recomendaciones del código. Este resultado está en línea con aquellos que proponen que las mujeres, con capacidades distintas a los hombres, favorecen la actuación empresarial caracterizada por la rectitud y las buenas prácticas. Sin embargo, el tamaño muestra una relación negativa, aunque débil, con el cumplimiento de las recomendaciones, mientras que la concentración accionarial y el endeudamiento o la pertenencia al Ibex no se encuentran significativamente asociados con el índice de buen gobierno.

Asimismo, el análisis multivariante de las recomendaciones con menor grado de cumplimiento verifica los resultados descriptivos en los que el tamaño incide negativamente en el cumplimiento de las recomendaciones relativas a remuneraciones (r40, r41 y r42), mientras que la presencia de independientes está negativamente asociada a que la Junta General apruebe los sistemas retributivos de los consejeros (r40) pero positivamente asociada a la creación de comisiones de nombramientos y retribuciones (r44).

Los resultados de este estudio, al proporcionar evidencia sobre los determinantes del buen gobierno y su grado de cumplimiento, pueden ser interesantes tanto para las propias empresas e inversores como para los organismos reguladores encargados de velar por la transparencia y el buen gobierno en los mercados.

El presente trabajo adolece de una serie de limitaciones. En primer lugar, aunque la medición y construcción del índice de buen gobierno se realiza a partir de criterios objetivos, esto da lugar a la eliminación de una serie de recomendaciones expuestas en el Código Unificado de Buen Gobierno. En segundo lugar, dado que los resultados se centran en empresas españolas para los años 2007 y 2008, tanto el país como el periodo constituyen una limitación del estudio.

BIBLIOGRAFÍA

- Adams, R.B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94, 291-309.
- Aguilera, R.V., & Cuervo Cazurra, A. (2004). Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger? *Organization Studies*, 25 (3), 417-446.
- Aldama Informe (2003). *Comisión Especial para el fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas* (2003), Enero, Madrid.

- Alonso, M.M. (2006). El Gobierno Corporativo de las grandes empresas Iberoamericanas. Análisis desde la perspectiva de género. *Working Paper* Universidad Autónoma de Madrid, Departamento de Organización de Empresas, pp. 1-20.
- Anderson, R.C., Mansi, S.A., & Reeb, D.M. (2003). Founding family ownership and the agency costs of debt. *Journal of Financial Economics*, 68, 263-285.
- Araújo Pinzón, P., Flórez López, R., Sánchez Vázquez J.M., & Vélez Elorza, M.L. (2010). Género y dirección frontera en relaciones inter organizativas: Estudio exploratorio de su influencia sobre los sistemas de control para la gestión de los canales de exportación independientes. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 13 (1), 17-52.
- Ashbaugh-Skaife, H., C., & LaFond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 203-243.
- Brammer, S., & Pavelin, S. (2006). Voluntary environmental disclosures by large UK companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33 (7), 1168-1188.
- Byrd, J.W., & Hickman, K.A. (1992). Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids. *Journal of Financial Economics*, 32 (2), 195-222.
- Cai, J., Liu, Y., & Qian, Y. (2009). Information Asymmetry and Corporate Governance. *Working Paper SSRN*, 1-37. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1082589>.
- Campbell, K., & Minguez-Vera, A. (2008). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 83, 435-451.
- Carrasco, A., & Laffarga, J. (2007). La diversidad de género en el Código Unificado español y la práctica empresarial. *Pecunia*, 4, pp. 1-25.
- Carter, D.A., Simkins, B.J., & Simpson, W.G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *The Financial Review*, 38, 33-53.
- Chau, G., & Gray, S. (2002). Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore, *The International Journal of Accounting*, 37, 247-265.
- Chen, A., Tsao, M., & Wu, C. (2007). Building a Corporate Governance Index from the Perspectives of Ownership and Leadership for Firms in Taiwan. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (2), 251-261
- Chong, A., Guillen, J., & López de Silanes, F. (2009). Corporate governance reform and firm value in México: an empirical assessment. *Journal of Economic Policy Reform*, 12 (3), 163-168.
- Código Conthe (2006). *Informe del Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas - Código Unificado de Buen Gobierno*. Madrid.
- Dávila, M., & Watkins, K. (2009). Corporate Governance and Turnovers in México. *Working Paper*, Universidad Popular Autónoma de Puebla, Abril, 1-34.
- De Bos, A., & Donker, H. (2004). Monitoring accounting changes: empirical evidence from the Netherlands. *Corporate Governance: An International Review*, 12, 60-73.
- Del Brío, E., & Del Brío, M. (2009). Los consejos de administración en las sociedades cotizadas, avanzando en femenino, *Revista Estudios Empresariales*, 1, 102-118.

- Fama, E.F., & Jensen M.C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 301-325.
- Fernández, A., Gómez Ansón, S., & Fernández Méndez, C. (1998). El Papel Supervisor del Consejo de Administración sobre la Actuación General: Evidencia para el Caso Español. *Investigaciones Económicas*, 22, 501-516
- Fondas, N., & Sassalos, S. (2000). A different voice in the boardroom: how the presence of women directors affects board influence over management. *Global Focus*, 12, 13-22.
- Forker, J.J. (1992). Corporate Governance and Disclosure Quality. *Accounting and Business Research*, 22 (86), 111-124
- García Lara, J. M., García Osma, B., & Mora Enguidanos, A. (2009). Gender Diversity on the board and accounting quality. *Working Paper* Universidad Carlos III de Madrid, pp. 1-40.
- García-Meca, E., & Sánchez-Ballesta, J.P. (2010). The Association of Board Independence and Ownership Concentration with Voluntary Disclosure: A Meta-analysis. *European Accounting Review*, 19, 603-627.
- García-Osma, B., & Gil-de-Albornoz, B. (2004). El Gobierno Corporativo en las Empresas Españolas Cotizadas: El Cumplimiento de las Recomendaciones del Código Olivencia. *Revista Valenciana de Economía y Hacienda*, 10, 127-160
- Gómez Ansón, S., & Fernández Rodríguez, E. (2003). La experiencia del Código Olivencia. *Análisis Financiero*, 90, 63-71.
- Grossman, S., & Hart, O. (1980). Takeover Bids, the Free-Ride Problem and the Theory of the Corporation. *Bell Journal of Economics*, 11, 42-64
- Hannifa, R.M., & Cooke, T.E. (2002). Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus*, 38 (3), 317-349.
- Hart, O., & Moore, J. (1995). Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management. *American Economic Review*, 52, 567-585.
- Heidrick & Struggles (2011). European Corporate Governance report. Challenging board performance. <<http://www.heidrick.com/>>.
- Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, 31-880.
- Klapper, L., & Love, I. (2004). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance*, 10, 703-728.
- Klein, A. (2002). Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 375-400.
- Lau, D.C., & Murnighan, J.K. (1998). Demographic diversity and faultlines: The compositional dynamics of organizational groups. *The Academy of Management Review* 23 (2), 325-341.
- López Iturriaga, F., & Pereira do Carmo, M. L. (2006). Análisis Internacional de los Códigos de Buen Gobierno. *Universia Business Review: Actualidad Económica*. Tercer Trimestre, 10-21.
- Nielsen, S., & Huse, M. (2010). Women directors' contribution to board decision-making and strategic involvement: The role of equality perception. *European Management Review*, 7, pp. 16-29.

- Olivencia Informe (1998). *Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades. El gobierno de las sociedades cotizadas*. Madrid.
- Patelli, L., & Prencipe, A. (2007). The Relationship between Voluntary Disclosure and Independent Directors in the Presence of a Dominant Shareholder. *European Accounting Review*, 16, 5-33.
- Peasnell, V., Pope, F., & Young, S. (2003). Managerial equity ownership and the demand for outside directors. *European Financial Management*, 9 (2), 231-250.
- Peni, E., & Vahamaa, S. (2010). Female executives and earnings Management. *Managerial Finance*, 36 (7), pp. 1-33.
- Petersen, M.A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: comparing approaches. *The Review of Financial Studies*, 22 (1), 435-480.
- Piot, C., & Missonier-Piera, F. (2007). Corporate Governance, Audit Quality and the Cost of Debt Financing of French Listed Companies. *SSRN Working Paper Series*.
- Price, R., Román, F., & Rountree, B. (2006). Governance Reform, Share Concentration and Financial Reporting Transparency in Mexico. *Working Paper SSRN*, Rice University, pp. 1-37. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=897811>.
- Price, R., & Rountree, B. (2007). The Impact of Governance Reform on Performance and Transparency. *Working Paper SSRN*, Rice University, pp. 1-65. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1014158>.
- Salas Fúmas, V. (2002). El Gobierno de la Empresa. *Colección Estudios Económicos de La Caixa*, 29.
- Shleifer, A., & Vishny, R.W. (1997). Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
- Shrader, C.B., Blackburn, V.B., & Iles, P. (1997). Women in management and firm financial performance: An exploratory study. *Journal of Managerial Issues*, 9 (3), 355-372.
- Stulz, R. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.
- Teitel, K., & Machuga, S. (2008). The Complementary/Substitution Effects of the Code of Best Practices in Mexico with Firm Specific Characteristics on the Improvement in the Quality of Earnings. *Working Paper SSRN*. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1276922>.
- Terjesen, S., Sealy, R., & Singh, V. (2009). Women directors on corporate boards: A review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17 (3), 320-337.
- Williams, K.Y., & O'Reilly, C.A. (1998). Demography and diversity in organizations: A review of 40 years of research. *Research in Organizational Behavior*, 20, 77-140.
- Xie, B.; Davidson, W., & Dadalt, P. (2003). Earnings Management and Corporate Governance: The Roles of the Board and the Audit Committee. *Journal of Corporate Finance*, 9 (3), 295-316.

ANEXO I: RECOMENDACIONES DEL CODIGO UNIFICADO DE BUEN GOBIERNO INCLUIDAS

<i>3. Competencias de la junta</i>	Aprobación por la junta de las modificaciones estructurales
<i>8.Competencias del Consejo</i>	Asunción del Consejo de toma de decisiones estratégicas
<i>9.Tamaño</i>	Número de Consejeros entre 5 y 15
<i>16. Presidente</i>	Funciones de responsabilidad, estímulo, creación de debate, etc.
<i>17.Presidente</i>	Si es a su vez el primer ejecutivo, se incluye otro consejero capaz de incluir nuevos puntos en el orden del día
<i>18.Secretario</i>	Vela por las actuaciones del consejo, la independencia, etc.
<i>19.Desarrollo de sesiones</i>	Reuniones frecuentes para desempeño eficiente
<i>27.Seleccion y nombramiento de consejeros</i>	Que ambos se lleven a cabo a través del Consejo
<i>28.Informacion publica sobre consejeros</i>	Datos públicos sobre: perfil profesional, categoría de consejero, acciones de la compañía, etc.
<i>29.Seleccion de consejeros independientes</i>	Permanencia no superior a 12 años en el Consejo
<i>35.Retribuciones</i>	Estructura de salario: conceptos variable y fijo, sistemas de previsión...
<i>37.Retribuciones</i>	Remuneración de consejeros externos
<i>40.Retribuciones</i>	Aprobación por la Junta General los sistemas retributivos de los consejeros
<i>41.Retribuciones</i>	La memoria incluye el detalle y desglose de las retribuciones
<i>44.Comisiones de Supervisión y Control</i>	Creación de comisiones de Nombramientos y retribuciones
<i>45.Comisiones de Supervisión y Control</i>	Que el Comité de Auditoría o de Nombramientos supervise los códigos internos de conducta y reglas de gobierno
<i>46.Comite de Auditoría</i>	Sus miembros son designados de acuerdo a sus conocimientos y experiencia
<i>47.Comite de Auditoría</i>	Existencia de una función de auditoría interna bajo la supervisión del Comité de Auditoría
<i>50.Funciones del comité de Auditoría</i>	Revisar elaboración de información, sistemas de control interno, velar por la independencia...
<i>55.Comision de Nombramiento</i>	Cumplimiento de determinadas funciones: evaluar competencias de los miembros, etc.
<i>57.Comision de Retribuciones</i>	Proponer al Consejo: política de remuneración, retribución individual del consejo, etc.