

Universidad Pontificia de Comillas

***Facultad de Ciencias Económicas y
Empresariales (ICADE)***

TESIS DOCTORAL

¿Qué es *buen* gobierno corporativo?

**Un estudio de la adhesión de los códigos de
buen gobierno del mundo a la teoría de
agencia y factores determinantes**

Autor: Alberto Redondo Miró

Directora: Dra. Paloma Bilbao Calabuig

Noviembre 2019

Índice

Índice de cuadros y tablas.....	4
Introducción.....	5
I. Marco conceptual: concepto, medida y estándares de la calidad del gobierno corporativo.....	10
1. El paradigma dominante de la agencia: la calidad del gobierno corporativo es un asunto de costes y rentabilidad financiera.....	10
1.1 Métricas de agencia desarrolladas por la literatura académica.....	12
1.2 Métricas de agencia desarrolladas por las firmas de consultoría.....	18
2. Cuestionando las presunciones de la teoría de agencia: el <i>managerial power approach</i>	21
3. Cuando la psicología y la sociología entran en escena: la teoría <i>stewardship</i>	22
4. Un nuevo paradigma en el gobierno corporativo: el enfoque conductista.....	24
4.1 Métricas conductistas de medición de la calidad del gobierno corporativo.....	25
5. Enfoques teóricos sobre la configuración de los códigos de buen gobierno.....	31
5.1 Los códigos de buen gobierno.....	32
5.2 El enfoque cultural.....	35
5.3 La teoría institucional.....	42
II. Adhesión de los códigos de buen gobierno corporativo a los principios de la teoría de agencia y factores determinantes.....	57
1. Metodología.....	57
1.1 Muestra y marco temporal y geográfico del estudio.....	57
1.2 Método de investigación.....	64
1.2.1 Análisis del contenido de los códigos de buen gobierno respecto de su alineación con la teoría de agencia.....	65
1.2.2 Análisis del impacto de las dimensiones culturales e institucionales en el espíritu de la norma de los códigos de buen gobierno.....	72
1.3 Datos.....	80
2. Resultados.....	81
2.1 Resultados del análisis de contenido sobre el grado de alineación con la teoría de agencia.....	81
2.2 Resultados del modelo de regresión.....	88
3. Discusión.....	96
Conclusiones generales de la tesis y futuras líneas de investigación.....	103
Bibliografía.....	105
Anexos.....	123
Anexo 1 – Variables independientes.....	123

Anexo 2 – Grado de alineación de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia	125
Anexo 3 – Resultados del modelo.....	126

Índice de cuadros y tablas

Cuadro 1. Problema de endogeneidad de acuerdo a la teoría de agencia	17
Cuadro 2. Factores influyentes en los sistemas de gobierno corporativo y en los códigos de buen gobierno	33
Cuadro 3. Proceso de influencia de la cultura en las estructuras corporativas	35
Cuadro 4. Dimensiones influyentes en la orientación teórica de los códigos de buen gobierno en la definición de calidad de la gobernanza.....	56
Cuadro 5. Proceso del análisis cualitativo de contenido de los códigos de buen gobierno	72
Tabla 1. Índices basados en la teoría de agencia	13
Tabla 2. Métricas de calidad del gobierno corporativo por enfoque teórico	28
Tabla 3. Diferencias teóricas en la definición de calidad del gobierno corporativo	30
Tabla 4. Modelos de códigos de buen gobierno de acuerdo a las dimensiones institucionales	47
Tabla 5. Impacto de las dimensiones culturales e institucionales en la elaboración de los códigos de buen gobierno	53
Tabla 6. Clasificación de los códigos de buen gobierno de la muestra por organismo emisor y por PIB nominal del país	58
Tabla 7. Criterios de alineación de las disposiciones en los códigos de buen gobierno por áreas temáticas.....	67
Tabla 8. Clasificación de las variables del modelo	78
Tabla 9. Alineación de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia por país.....	81
Tabla 10. Estadísticos descriptivos de la variable dependiente.....	82
Tabla 11. Clasificación por cuartiles de los países según la alineación de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia	83
Tabla 12. Clasificación de las disposiciones del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de España	87
Tabla 13. Prueba KMO y prueba de Bartlett	89
Tabla 14. Matriz de componentes rotados	90
Tabla 15. Significado y valor de los factores resultantes	93
Tabla 16. Resultado del modelo de regresión lineal múltiple a partir de los factores	94
Tabla 17. Alineación teórica de los códigos de buen gobierno por área temática.....	97

Introducción

El desarrollo de las economías capitalistas y el crecimiento de las empresas que operan en un entorno de libre mercado han propiciado la separación entre la propiedad y la dirección de las empresas. Esta separación entre propiedad y dirección da lugar, además de a la entrada de nuevos accionistas y a un mayor acceso a financiación, a la profesionalización de la gerencia, que en lugar de recaer en los propietarios –a menudo el fundador o la familia fundadora– recae en profesionales dedicados a la administración y dirección de empresas. Sin embargo, con la separación entre la propiedad y la dirección se produce también un problema en el gobierno de la empresa al existir una potencial desalineación de los objetivos de las dos partes. La teoría clásica que aborda esta problemática –y conocida como teoría de agencia– establece que mientras que el principal objetivo de los propietarios es maximizar el valor de sus inversiones, los directivos tendrán otros objetivos diferentes como son el mantener su puesto de trabajo, maximizar su salario o mantener una buena reputación profesional entre otros. Este conflicto entre los objetivos de los propietarios y la gerencia puede perjudicar el desempeño de la empresa y generar externalidades negativas para las diferentes partes relacionadas con la empresa (Bosse y Phillips, 2016).

La repercusión que las deficiencias en la gobernanza de las empresas pueda tener no solo en el desempeño de las empresas, sino también en el bienestar de los *stakeholders* que interactúan con ellas, ha tenido una incidencia importante en la academia desde los años 70 del pasado siglo cuando la teoría de agencia empezó a tomar fuerza. Sin embargo, no fue hasta 1992 cuando se dieron los primeros pasos hacia la regulación del gobierno corporativo con la aprobación en el Reino Unido de un código de buenas prácticas redactado por el Comité de Aspectos Financieros del Gobierno Corporativo encabezado por Adrian Cadbury, que estableció un modelo pionero de supervisión y regulación de la gobernanza de las empresas cotizadas, y que conocemos como Informe Cadbury (Dedman, 2002; Weir & Laing, 2000). Posteriormente, el estallido de importantes escándalos corporativos puso de manifiesto las importantes carencias en el control del gobierno corporativo, creando alarma entre los inversores y otros *stakeholders*. Estas deficiencias aún son palpables en la actualidad en unos modelos de buen gobierno corporativo “largamente asumidos como válidos” (Raelin & Bondy, 2013) y en que la manifestación de los casos en los que se produce un gobierno corporativo deficiente no ha remitido desde entonces. Desde la publicación del Informe Cadbury, el interés de los investigadores y de los reguladores ha crecido considerablemente a medida que las malas prácticas de gobierno corporativo han provocado que la sociedad demande controles más estrictos en la gobernanza, particularmente a partir de la crisis económica de 2008 que destapó las malas prácticas en un número considerable de grandes empresas (Cheffins, 2013). En consecuencia, el concepto de “calidad” en el gobierno de las empresas ha adquirido una gran relevancia en las agendas de reguladores, inversores, directivos, y de gran parte de la sociedad en general (Chan et al., 2014; Ettredge et al., 2011; Jiraporn et al., 2011; Zaman et al., 2011).

La investigación sobre la calidad del gobierno corporativo ha estado tradicionalmente dominada por los numerosos estudios basados en la teoría de agencia, cuyo enfoque económico clásico les ha otorgado popularidad entre los profesionales del sector debido a que las metodologías de medición de la calidad de la gobernanza que han desarrollado buscan demostrar que una mejor gobernanza se traduce en que la empresa consigue un desempeño económico y financiero superior (Raelin & Bondy, 2013). Sin embargo, los resultados obtenidos bajo este enfoque han sido inconsistentes por dos razones principalmente: en primer lugar, los investigadores no coinciden en cuál es la mejor metodología para medir el desempeño financiero y económico de la empresa (Bebchuk et al., 2005; Shabbir & Padgett, 2008) ya que el valor de una compañía es un constructo complejo en sí mismo (Romano et al., 2008); y en segundo lugar, la propia historia empresarial ha dado lugar a una variedad de modelos de gobierno corporativo que no pueden extrapolarse a cualquier compañía ya que solo funcionan en las empresas que están inmersas en el contexto cultural y legal que los creó (Aguilera and Jackson, 2010; Daniel et al., 2012; Filatotchev et al., 2013). Como resultado de lo anterior, las métricas de gobierno corporativo han resultado contradictorias aplicadas en los diferentes contextos, lo que ha impedido su validación (Larcker et al., 2007). Por tanto, la búsqueda de métricas que aporten una definición “única y perfecta” de la calidad del gobierno tiene altas probabilidades de fracasar. “El problema fundamentalmente consiste en definir y medir un ‘buen’ gobierno corporativo, (...) no en pretender mejorar los métodos estadísticos” (Schnyder, 2012) como se ha pretendido con la producción de índices de buen gobierno basados en la teoría de agencia.

Como consecuencia de todo lo anterior, durante los últimos años varios estudios académicos han mostrado las limitaciones de la teoría de agencia para definir la calidad de la gobernanza y han sugerido nuevos enfoques teóricos para abordar la interpretación y la medición de dicha calidad (Arora & Dharwadkar, 2011; Huse et al., 2011; Matsa & Miller, 2013; Raelin & Bondy, 2013), aunque a menudo estos enfoques teóricos alternativos se han visto “marginados” por académicos, reguladores y profesionales (Raelin & Bondy, 2013).

Por otro lado, a pesar de la gran cantidad de publicaciones sobre el gobierno corporativo, el número de estas publicaciones que específicamente discuten el concepto de calidad del mismo es limitado (Daines et al., 2010; Djokić & Duh, 2016; Huse, 2005; Iwu-Egwuonwu, 2011; Mousavi & Moridipour, 2013; Renders et al., 2010; Zattoni & Van Ees, 2012) y aquellos trabajos que analizan las metodologías de medición de esta calidad es aún menor (Bebchuk et al., 2005; Cremers & Nair, 2005; Gompers, Ishii, & Metrick, 2003). La literatura existente aún no ha proporcionado el resultado deseado de encontrar la manera “correcta” de medir y evaluar la calidad del gobierno corporativo (Romano et al., 2008; Schnyder, 2012; Tipurić et al., 2014). A la luz de esta carencia, la presente tesis doctoral pretende profundizar y reinterpretar el concepto de calidad aplicado al gobierno corporativo, exponiendo de manera crítica las diversas soluciones alcanzadas por las distintas partes implicadas en el estudio de la calidad de la gobernanza y poniendo en relieve sus limitaciones correspondientes. Entender mejor en qué consiste un “buen” gobierno corporativo y cómo medirlo correctamente permitirá proporcionar tanto a las empresas como a los reguladores

las herramientas necesarias para estimular y supervisar un conjunto de buenas prácticas de gobierno corporativo.

A la luz de las aportaciones hechas sobre la calidad del gobierno corporativo, esta tesis pretende también contribuir a la literatura científica sobre los códigos de buen gobierno. La difusión internacional de los códigos de buen gobierno ha sido impulsada por organismos internacionales como el Banco Mundial o la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (en adelante OCDE), los cuales han resaltado la importancia de mejorar la gobernanza de las empresas a través de la creación de estos códigos con el fin de contribuir al crecimiento y desarrollo económico de los países (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2009). Los requerimientos de una mejor gobernanza de las empresas no solo se han producido desde organismos internacionales; otros *stakeholders* clave en el funcionamiento de las empresas como las asociaciones de inversores o el público en general también han demandado el establecimiento de prácticas que favorezcan la transparencia y el buen gobierno de las empresas cotizadas (Fung, 2014). Así, los códigos de buen gobierno equipan a las empresas con los mecanismos necesarios para ganar la confianza de los *stakeholders* relacionados con la empresa, algo que resulta de especial relevancia en un entorno en el que las empresas compiten a nivel internacional por atraer inversores y clientes (Lütz et al., 2011). Además de por esta relevancia, esta tesis aborda el estudio de la calidad del gobierno corporativo a través de los códigos de buen gobierno porque mientras que los sistemas de gobierno corporativo a menudo son constructos abstractos y difíciles de observar, los códigos de buen gobierno reflejan las consideradas mejores prácticas en gobierno corporativo para cada país en un documento observable, tangible y relevante (Haxhi & Aguilera, 2017) lo cual facilita su análisis.

Las investigaciones previas han abordado el análisis de estos códigos de buen gobierno en su contenido (Haskovec, 2012; Haxhi et al., 2013; Nordberg & McNulty, 2013), aplicación (Arcot et al., 2010; Bianchi et al., 2011; Chen & Nowland, 2011; Keay, 2014; Pietrancosta, 2011) y difusión (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004; Gerner-Beuerle, 2014; Haxhi & van Ees, 2010; Zattoni & Cuomo, 2008). Sin embargo, a pesar de la proliferación de estos códigos, existe un número limitado de investigaciones que lleven a cabo comparaciones a nivel internacional entre los mismos (Cuomo et al., 2016). Otros autores como Aguilera y Cuervo-Cazurra (2009) afirman que existe un aparente retraso entre los avances en la creación de códigos de buen gobierno y la aparición de estudios que analizan la importancia de los mismos. No se han publicado estudios que hayan abordado los fundamentos teóricos del espíritu de los códigos de buen gobierno en su interpretación y promoción de la calidad del gobierno corporativo y los factores que influyen en dichos fundamentos. En este sentido, esta investigación va orientada a contribuir a reducir este vacío.

Como mencionamos anteriormente, la teoría de agencia presenta importantes limitaciones en la conceptualización y medición de la calidad del gobierno de las empresas. Además de ignorar aspectos intrínsecos de la gobernanza de las empresas –en particular los aspectos relacionados con el funcionamiento interno de los consejos de administración– los códigos de buen gobierno y sistemas de gobierno corporativo que abordan la gobernanza de las empresas desde una perspectiva propietario-agente no incluyen, o le otorgan un protagonismo residual, los aspectos

sociales y medioambientales derivados de la operativa de las grandes empresas (Raelin & Bondy, 2013; Sjøfjell, 2017; Thomsen, 2006). Ante la relevancia que tienen las grandes empresas no solo en la economía, sino en el resto de aspectos que afectan a la sociedad, resulta de gran importancia promover textos normativos sobre el gobierno corporativo con una perspectiva holística que tengan en cuenta los intereses de todos los *stakeholders*, y no solo de los propietarios como sucede con los códigos de buen gobierno cuya base teórica se sustenta en el enfoque clásico de agencia.

El objetivo principal de esta tesis consiste, por tanto, en determinar el grado de adhesión con los principios de agencia que los códigos de buen gobierno vigentes en la actualidad en el mundo, contienen en su interpretación de lo que se ha de entender como calidad del gobierno corporativo. La tesis busca además determinar qué elementos contextuales influyen en dicha adhesión. Nuestra pregunta de investigación es, por tanto, la siguiente: *¿cuál es el grado de adhesión con los principios de agencia de los códigos de buen gobierno del mundo en su propuesta de calidad del gobierno corporativo, y qué elementos contextuales influyen en dicha adhesión?*

Enlazar un conocimiento más preciso de la calidad del gobierno corporativo con el estado actual de los códigos de buen gobierno en el mundo, así como con los elementos contextuales que determinan su alineación con los principios de agencia, permitirá a los reguladores redactar e implementar códigos de buen gobierno más ajustados a la realidad de la gobernanza de las empresas y a las necesidades de las mismas, y de los diferentes *stakeholders* que se relacionan con estas.

La metodología que utilizamos para alcanzar el objetivo anteriormente consiste en primer lugar en un estudio comparativo de carácter interpretativo de la literatura sobre gobierno corporativo: contrastaremos los principales enfoques teóricos sobre gobierno corporativo, así como las distintas metodologías de medición de la gobernanza derivadas de cada uno de estos enfoques teóricos, con el fin último de ilustrar y generar teoría sobre el concepto de calidad en el gobierno corporativo; teoría que posteriormente aplicaremos en la creación de un indicador que determine la alineación de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia como se explica más adelante. El método comparativo consiste en un enfoque de investigación en el que dos o más casos son explícitamente contrastados para explorar similitudes o diferencias entre ellos (Azarian, 2011). Varios artículos académicos sobre el gobierno corporativo han adoptado el método comparativo como su método de investigación, casi exclusivamente en comparaciones de carácter internacional (Aguilera, 2005; Aguilera & Jackson, 2010, 2003; Filatotchev, Jackson, & Nakajima, 2013). En segundo lugar, a partir de la revisión de la literatura realizada en el marco conceptual de la presente tesis doctoral sobre las corrientes teóricas que estudian la gobernanza de las empresas, estableceremos los criterios para determinar la adhesión teórica de las disposiciones¹ recogidas en los códigos de buen gobierno, lo que permitirá desarrollar un indicador que refleje el grado de alineación de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia. A partir de este

¹ Al no existir un criterio unánime en los códigos de buen gobierno analizados para referirse a cada una de las recomendaciones, normas o principios que los componen, nos referiremos a estos elementos de manera genérica como disposiciones.

indicador llevaremos a cabo un estudio comparativo de los códigos de buen gobierno para los 32 países con códigos de buen gobierno vigentes que componen la OCDE así como para otros 18 países no incluidos en la OCDE pero que cuentan con códigos de buen gobierno vigentes, seleccionando estos países por el tamaño de sus economías según el Producto Interior Bruto. Con esto pretendemos aclarar si a pesar de sus limitaciones la teoría de agencia mantiene una influencia dominante en los códigos de buen gobierno, o si por el contrario los códigos de buen gobierno abrazan corrientes teóricas más actuales y alejadas del enfoque clásico como la conductista. Posteriormente, para determinar qué elementos contextuales influyen en la alineación de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia partiremos del enfoque cultural y de la teoría institucional. Aunque la mayoría de los estudios sobre los aspectos que influyen en las características de los códigos de buen gobierno solo se han servido del enfoque cultural o de la teoría institucional, con el propósito de alcanzar una comprensión más holística sobre los elementos contextuales que influyen en la configuración de los códigos de buen gobierno para los ámbitos geográficos objeto de estudio, incorporaremos a este estudio ambos marcos teóricos. A partir de las dimensiones culturales e institucionales construiremos un modelo que explique qué elementos contextuales determinan la alineación de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia, respondiendo así la pregunta de investigación planteada anteriormente.

De acuerdo a Strauss y Corbin (1998), en el razonamiento inductivo “el investigador comienza con un área de estudio y genera teoría a partir de los datos y la información recabada”. Como indicamos anteriormente en esta investigación generamos teoría sobre qué es un buen gobierno corporativo a partir del análisis comparativo de los diferentes enfoques teóricos que definen la calidad del gobierno corporativo y, a partir de esta teoría, determinamos el grado de adhesión de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia y los elementos contextuales que influyen en dicha adhesión. Por tanto, nuestra investigación sigue un razonamiento inductivo. Por otro lado, por la ausencia de estudios previos que aborden los fundamentos teóricos de los códigos de buen gobierno nuestra investigación tiene un carácter exploratorio en el que no establecemos hipótesis iniciales.

En esencia, la contribución de la presente tesis doctoral al estudio de la materia no es sino una reinterpretación de lo que el *mainstream* considera qué es un buen gobierno corporativo, reinterpretación que pretende ayudar a los actores involucrados a acabar con los desatinos empresariales y a mejorar el papel de la empresa en sociedad.

I. Marco conceptual: concepto, medida y estándares de la calidad del gobierno corporativo

Durante las últimas décadas, se han formulado diferentes definiciones de calidad del gobierno corporativo entre diferentes disciplinas como la economía, la administración de empresas, el derecho o la sociología, algo que ha dificultado el estudio de la gobernanza de las empresas (Aguilera & Jackson, 2010). La definición de lo que se entiende por “buen” gobierno corporativo difiere dependiendo de cómo este concepto se enfoque desde un punto de vista teórico, y en este sentido la teoría de agencia ha surgido como el enfoque teórico dominante para este propósito. Sin embargo, la incapacidad del enfoque de agencia de demostrar empíricamente una de sus premisas fundamentales –que un gobierno corporativo de más calidad se traduce en un mejor desempeño financiero de la empresa– ha propiciado la aparición de teorías alternativas a la teoría de agencia y con ello de nuevas definiciones de “buen” gobierno corporativo. Estos nuevos enfoques teóricos alternativos a la teoría de agencia no ven al gobierno corporativo como el conjunto de normas y prácticas destinadas a alinear los objetivos de los gerentes con los objetivos de los propietarios, sino como el conjunto de prácticas y medios empleados para resolver los conflictos entre los distintos partícipes de las organizaciones (Daily, et al., 2003).

Simultáneamente a la conceptualización de la calidad de la gobernanza, los intentos para medir dicha calidad han tomado tres caminos diferentes: normas blandas tales como los códigos y principios de buen gobierno corporativo dirigidos principalmente a las empresas cotizadas y generalmente sesgados por los sistemas regulatorios de cada país (Larcker et al., 2013); *ratings* de gobierno corporativo que clasifican a las compañías de acuerdo a criterios de calidad de la gobernanza preestablecidos, y según los cuales aquellos mejor clasificados tenderán a crear más valor para el accionista (Djokić & Duh, 2016); e índices de gobierno corporativo, métricas específicas que permiten vincular las estructuras de gobierno corporativo con el desempeño financiero de una compañía determinada (Djokić & Duh, 2016). En la última sección de la revisión de la literatura abordamos el origen, evolución y configuración de los códigos de buen gobierno. Como explicamos en la introducción de la tesis, además de por su relevancia estudio la calidad del gobierno corporativo a través de los códigos de buen gobierno porque reflejan las consideradas mejores prácticas en gobierno corporativo para cada país en un documento observable, tangible y relevante (Haxhi & Aguilera, 2017). El marco conceptual de la presente tesis doctoral concluye con la revisión de la literatura de los dos marcos teóricos que abordan los elementos contextuales que influyen en los códigos de buen gobierno: el enfoque cultural y la teoría institucional.

1. El paradigma dominante de la agencia: la calidad del gobierno

corporativo es un asunto de costes y rentabilidad financiera

De acuerdo a la teoría de agencia, el gobierno corporativo es el conjunto de instrumentos que los propietarios utilizan para asegurarse de que la compañía es gestionada de acuerdo a sus intereses (Huse et al., 2007). Estos instrumentos están consecuentemente dirigidos a alinear los objetivos de los gerentes con los objetivos de los propietarios (Daily et al., 2003; Romano et al., 2008). Hasta no hace mucho tiempo, esta conceptualización del gobierno corporativo se aceptaba casi universalmente.

El estudio de la desalineación entre los intereses de los propietarios y de los directivos de las grandes empresas se lleva realizando desde hace décadas. Jensen y Meckling (1976) plantean que si las dos partes –principal y agente– maximizan su utilidad, hay suficiente evidencia empírica para creer que el agente –directivo– no siempre actuará de acuerdo al mejor interés del principal –accionista–. La teoría de agencia asume dos premisas para explicar esto. Primero, los agentes son oportunistas por naturaleza y perfectamente racionales (*homo economicus*), por tanto su único objetivo es maximizar su función de utilidad independientemente de la utilidad del propietario, y sus acciones están dirigidas por este objetivo (Lubatkin et al., 2007). En segundo lugar, la teoría de agencia se fundamenta en la premisa de asimetría de información: por sus responsabilidades y tareas asignadas, los gerentes poseen más información sobre la compañía que los propietarios; entonces es previsible que los agentes utilicen este mejor acceso a información para su propio beneficio. Por tanto, los gerentes necesitan ejercer cierto control sobre las actuaciones de los directivos. Esto provoca que los propietarios incurran en los llamados costes de agencia, es decir, en los costes de supervisión e incentivos otorgados a los directivos con el propósito de alinear los objetivos de los agentes con los de los propietarios (Gomez-Mejia & Wiseman, 2007). De acuerdo a la teoría de agencia, la calidad del gobierno corporativo está definida por la capacidad del sistema de gobierno de una empresa de minimizar estos costes de agencia (Shleifer & Vishny, 1997). Las regulaciones basadas en este enfoque persiguen esta eficiencia económica tanto para los propietarios como para las compañías.

¿Cómo minimizar los costes de agencia? ¿Cuáles son las palancas que se pueden mover? En este sentido, durante los últimos 40 años, académicos de todo el mundo han partido de esta teoría para estudiar distintos aspectos que teóricamente podrían minimizar los costes de agencia y mejorar así la calidad de la gobernanza, aspectos tales como los sistemas de compensación de consejeros y directivos que alineen los objetivos de los agentes con los de los propietarios (Deutsch, Keil, y Laamanen, 2011; Hayes, Lemmon, y Qiu, 2012; Sanders y Hambrick, 2007; Williams y Rao, 2006), las estructuras organizativas y de propiedad que maximicen el valor de las empresas –parametrizado este con métricas financieras como el *Total Shareholder Return* o la *Q de Tobin*– (Larcker, Richardson, y Tuna, 2007; Shabbir y Padgett, 2008; Weir y Laing, 2000), y los marcos regulatorios que impidan el abuso por parte de los directivos y garanticen el “buen” gobierno corporativo de las empresas cotizadas (Cheffins, 2012; Dedman, 2002; Enriques y Volpin, 2007; Shabbir y Padgett, 2008).

En resumen, la teoría de agencia presume que una mayor alineación de los objetivos de la gerencia con los de la propiedad, y por ende un mejor gobierno corporativo según su propia definición, se traducirá en un mejor desempeño de la empresa en términos puramente económicos; una presunción que los marcos teóricos de estudio del gobierno corporativo alternativos a la teoría de agencia refutarán.

Dos razones explican principalmente por qué la teoría de agencia ha sido el marco teórico dominante en el estudio del gobierno corporativo (Daily et al., 2003; Zattoni & van Ees, 2012). En primer lugar, esta teoría reduce la complejidad del gobierno corporativo a una relación gerente-propietario en la cual los intereses y objetivos de ambas partes son claros y consistentes a lo largo del tiempo. En segundo lugar, la idea de que los seres humanos son egoístas y poco propensos a sacrificar sus intereses individuales por los intereses de otros está muy arraigada al estudio del comportamiento de los agentes económicos dentro del marco teórico clásico dominante (Bosse & Phillips, 2016). Sin embargo, la ambición personal de los directivos y el oportunismo producen costosas externalidades negativas como un incremento en la burocracia, amiguismo y *lobbying* dentro de la firma, y la proliferación de accionistas dominantes e inversores a corto plazo que buscan tomar el control de una compañía determinada. También, una dependencia excesiva de los mecanismos de control provoca costes de supervisión adicionales y una mayor asimetría de información a favor de los gerentes, propiciando un funcionamiento imperfecto de la gobernanza que evite que los directivos satisfagan sus propios intereses (Raelin & Bondy, 2013).

Basándose en estas externalidades, los partidarios de la teoría de agencia reconocen que los comportamientos oportunistas de tanto propietarios como directivos constituyen potenciales disfunciones en las estructuras de gobierno corporativo, resultando en un serio daño para la empresa (Jensen, 2012). En este sentido las nuevas contribuciones de campos como la economía del comportamiento han influido en las presunciones de la teoría de agencia, introduciendo las premisas de la racionalidad limitada (Foss & Weber, 2016; Pepper & Gore, 2015) y del interés propio limitado (Bosse & Phillips, 2016; Hahn, 2015).

1.1 Métricas de agencia desarrolladas por la literatura académica

Los primeros estudios que persiguieron medir la calidad del gobierno corporativo dentro de la literatura académica se hicieron para probar la hipótesis esgrimida por la teoría de agencia de que aquellas empresas con una mejor gobernanza tendrán un desempeño superior (Daily et al., 2003). En estos estudios se midió la calidad del gobierno corporativo seleccionando una o varias variables. Daines (2001) utilizó el emplazamiento de medidas de protección frente a OPAs hostiles como indicador de baja calidad del gobierno corporativo; Fich y Shivdasani (2006) utilizaron el nivel de ocupación de los miembros de los consejos de administración como un indicador de baja calidad midiendo éste como la proporción de consejeros que pertenecen a tres o más consejos de administración diferentes; Larcker et al. (2007) utilizan una combinación de variables relativas a

los consejos de administración como la participación en el accionariado y Coles et al (2008) utilizaron el tamaño del consejo de administración como un indicador de calidad del gobierno corporativo.

La tabla 1 recoge los principales índices basados en la teoría de agencia propuestos por la literatura académica. La mayoría de estos índices son específicos por país. Algunos han sido elaborados bajo la premisa de que todas las dimensiones del gobierno corporativo influyen igualmente en el desempeño de las empresas, otros asignan un peso específico a cada una de estas dimensiones (Pillai & Al-Malkawi, 2016; Zitouni, 2016).

Tabla 1. Índices basados en la teoría de agencia

Autores	Año	Contexto
Campos and al.	2002	6 países emergentes
Alves & Mendes	2002	Portugal
Gompers et al.	2003	USA (datos de IRRC)
Bauer et al.	2004	Reino Unido
Drobetz, Schillhofer & Zimmermann	2004	Alemania
Doidge & al.	2004	40 países
Bebchuck et al.	2005	USA (datos de IRRC)
Durnev & Kim	2005	27 países
Leal & Carvalhal-de Silva	2005	Brasil
Mintz	2005	23 países
Beiner et al.	2006	Suiza
Black, Jang & Kim	2006	Corea del Sur
Brown & Caylor	2006	USA (datos de ISS)
Zheka,	2006	Ucrania
Kanellos & George	2007	Grecia
Khiari, Karaa & Omri	2007	USA
Ananchotikul,	2008	Tailandia
Garay and Gonzalez	2008	Venezuela
Ntim	2009	Sudáfrica
Darmadi	2011	Indonesia
Varshney, Kaul & Vasal	2012	India
Fallatah & Dickins	2012	Arabia Saudita
Hassan	2012	Emiratos Árabes Unidos
Samaha et al.	2012	Egipto

Fuente: Pillai & Al-Malkawi (2016); Zitouni (2016)

La mayoría de los índices de la tabla 1 reducen la complejidad del gobierno corporativo a tan solo unas pocas dimensiones. Esto puede ser explicado por el hecho de que la construcción de los índices acarrea errores y problemas en su cálculo, por tanto los investigadores a menudo han optado por metodologías más simples (Bebchuk & Hamdani, 2009; Romano et al., 2008). Sin embargo, la proliferación de estos índices ha revelado importantes inconsistencias en la demostración de una relación directa y positiva entre la calidad del gobierno corporativo y el desempeño financiero de las compañías (Romano et al., 2008). Con el objetivo de abordar esta limitación, tres estudios basados en la teoría de agencia optaron por desarrollar índices de gobierno corporativo más complejos y más sofisticados (Bebchuk et al., 2005; Brown & Caylor, 2006; Gompers et al., 2003): el *Governance Index*, el *Entrenchment Index* y el *Gov-score*. Debido a su mayor complejidad y a la riqueza en el uso de datos, estos estudios se han convertido en una referencia para los académicos seguidores de la teoría de agencia (Beekes et al., 2010; Brown & Caylor, 2006).

Governance Index

Gompers, Ishii y Metrick (2003) propusieron el *Governance Index* –o G-Index– basándose en las 24 disposiciones relacionadas con el gobierno corporativo y desarrolladas por el *Investor Responsibility Research Center (IRRC)*² que reflejan el equilibrio de poder entre accionistas y directivos. El G-Index agrupa estas disposiciones en cuatro categorías: (1) medidas para retrasar las OPAs hostiles, (2) disposiciones que afectan las normas internas de votación en las juntas generales de accionistas, (3) medidas designadas para proteger a los directivos de cualquier responsabilidad derivada de sus acciones y (4) otras medidas, que agrupan a aquellas medidas adicionales que pueden desarrollar los directivos para reducir el poder de los accionistas.

En su estudio, Gompers, Ishii y Metrick llegan al resultado de que una estrategia de inversión en las compañías de la muestra escogida situadas en el decil de mayor calidad de la gobernanza de acuerdo al G-Index provee una rentabilidad financiera un 8,5 por ciento superior a la media del periodo estudiado. Este índice ha sido empleado en otros estudios sobre gobierno corporativo abordados desde la perspectiva de agencia (Baranchuk, Kieschnick, & Moussawi, 2011; Boone, Casares Field, Karpoff, & Raheja, 2007; Fracassi & Tate, 2012). Boone et al. (2007) encontraron una correlación positiva entre el G-Index y el tamaño del consejo y su independencia; Francis et al. (2011) encontraron una correlación positiva entre la calidad de la gobernanza de acuerdo al G-Index y la inversión en capital e innovación; y Fracassi and Tate (2012) encontraron una

² El IRRC es una organización sin ánimo de lucro fundada originalmente en 1972 y que según información proporcionada por la propia organización sirve como “una fuente de financiación para la investigación del gobierno corporativo y de cómo el contexto de los mercados de capitales impacta en la toma de decisiones de inversores y compañías”. El IRRC se fundó con los fondos obtenidos tras la venta de su división comercial a Institutional Shareholder Services, la principal empresa de consultoría sobre gobierno corporativo del mundo (Taub, 2005).

correlación positiva entre mayores niveles de G-Index y la destrucción de valor medido con la Q de Tobin, algo que coincide con lo que la teoría de agencia predice.

Entrenchment Index

En un estudio posterior, Bebchuk, Cohen y Ferrell (2005) desarrollaron una nueva medida de la calidad del gobierno corporativo que denominaron *Entrenchment Index* (Índice de atrincheramiento) o E-Index según la cual cuanto menor sea el atrincheramiento de la dirección mejor será la gobernanza de las empresas, definiéndose el atrincheramiento como el establecimiento de medidas de protección de los directivos ante los esfuerzos de los accionistas por reemplazarlos en la dirección de la empresa. Se entiende que estas medidas de protección incrementan los costes de agencia para los principales, lo que repercute en una peor calidad del gobierno corporativo de acuerdo a este enfoque teórico.

El cálculo del E-Index se lleva a cabo en base a las 6 disposiciones –dentro de las 24 disposiciones del G-Index– que son estadísticamente significativas en la predicción de una mayor Q de Tobin como un indicador de desempeño de la empresa ante un mejor gobierno corporativo (Bebchuk et al., 2005). Estas seis disposiciones son: elección limitada del consejo; establecimiento de límites a las modificaciones estatutarias de los accionistas; establecimiento de cláusulas que deprecian el valor de las acciones en caso de una adquisición hostil (*Poison pills*); establecimiento de retribuciones a los directivos en caso de su cese por fusión o adquisición (*Golden parachutes*); requisito del voto favorable por encima del 51 por ciento en la junta general de accionistas de los votos para acuerdos de fusión; requisito de una mayoría de votos en la junta general de accionistas por encima del 51 por ciento de los votos para la modificación de los estatutos.

Tal y como ocurría en el estudio del G-Index, la rentabilidad media de una cartera de inversión compuesta por las compañías mejor clasificadas de acuerdo al E-Index resultó estadísticamente mayor que la de una cartera compuesta por las compañías peor clasificadas (Bebchuk et al., 2005). Tanto el G-Index como el E-Index recurren a indicadores de aspectos externos del gobierno corporativo como por ejemplo cómo el mercado bursátil reacciona ante el desempeño de las compañías. Sin embargo, ambos índices dejan los aspectos internos de la gobernanza fuera de su análisis. Para solventar esta limitación, Cremers and Nair (2005) incorporan ambos mecanismos del gobierno –externo e interno– a su investigación sobre si una mejor calidad del gobierno corporativo incrementa el desempeño financiero de la compañía medido a través de la Q de Tobin. Los autores utilizan el G-Index como indicador externo de la gobernanza. Adicionalmente, como parámetros internos de gobierno emplean la proporción de participación en el accionariado de grandes accionistas institucionales con un porcentaje de participación sobre el accionariado superior al cinco por ciento. Según los autores, estos accionistas significativos tienden a ser accionistas activos en la elección de los miembros del consejo de administración y en la supervisión del consejo de administración, y por tanto favorecen que en la empresa se lleve a cabo un mayor control a los directivos, lo que se traduce en unos menores costes de agencia y –de

acuerdo a la definición de calidad del gobierno corporativo esgrimida por la teoría de agencia– en una mejor gobernanza.

Los resultados que alcanzan Cremers y Nair (2005) muestran que una cartera de inversión que pondera en exceso una mayor inversión en compañías con alta vulnerabilidad a adquisiciones hostiles y alta concentración de la propiedad en manos de accionistas institucionales – entendiéndose a estos inversores como más activos en sus funciones de supervisión de la gerencia– conseguirá una rentabilidad entre un 10 y un 15 por ciento superior a la media. Asimismo, Cremers et al. (2008) demuestran una correlación negativa entre las medidas anti-OPA –medidas con el E-Index- y el margen neto de beneficios.

Gov-score

Continuando con el enfoque de Cremers y Nair, Brown y Caylor (2006) desarrollaron un índice que mide tanto los aspectos externos como los internos de la gobernanza. Para ello, de los 51 factores de gobierno que emplea la empresa ISS³, Brown y Caylor (2006) identifican siete factores que presentan una correlación significativa con el valor de las compañías medido éste con la Q de Tobin. Dos reflejan aspectos internos de la gobernanza: “los miembros del consejo son elegidos anualmente” y “la compañía no dispone de ‘poison pills’”⁴. Cinco factores son externos:

- En los últimos tres años no se produjo un reajuste en el precio de las opciones sobre acciones de los directivos.
- Las opciones entregadas a los directivos durante los últimos tres años no excedieron el tres por ciento de las acciones ordinarias en circulación.
- Todos los consejeros asistieron a, al menos, el 75 por ciento de las reuniones del consejo o tenían una excusa válida para no asistir.
- La normativa del consejo figura en la información disponible para los accionistas.
- Los consejeros están sujetos a las normas sobre propiedad de acciones de la compañía.

Brown y Caylor (2006) encontraron que hay una correlación estadísticamente significativa entre una mejor puntuación en el Gov-score y un mayor valor de la Q de Tobin.

Estudios adicionales han apoyado la validez del Gov-score como una medida de calidad de la gobernanza basada en la teoría de agencia. Alali et al. (2012) demostraron una correlación positiva medida con el Gov-score y los *ratings* crediticios; y Peni and Vähämaa (2012) indicaron que los

³ International Shareholders Services (ISS) es una compañía de propiedad privada con más de 1.600 clientes institucionales y 38.000 compañías bajo análisis, líder del mercado de consultoría y asesoría en gobierno corporativo (Institutional Shareholders Services, 2017).

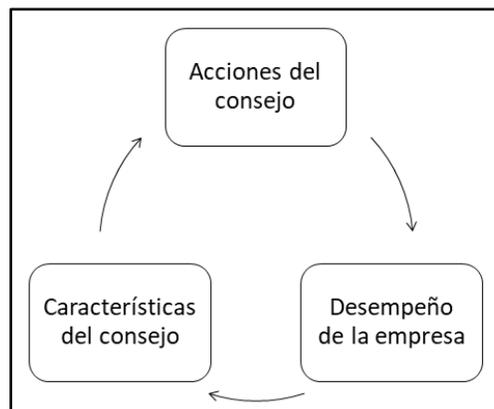
⁴ Estos dos factores forman parte del E-Index desarrollado por Bebchuk et al. (2005)

bancos con un mejor gobierno corporativo de acuerdo al Gov-score proporcionaron una mayor rentabilidad bursátil.

A pesar de la cantidad de estudios desarrollados en esta dirección, no se puede afirmar que un refinamiento en las metodologías de medición de la gobernanza basadas en la teoría de agencia haya supuesto una mejora en la asociación entre la gobernanza y el valor financiero de las empresas. En algunos casos, medidas más sencillas de gobernanza como la separación entre CEO y presidente del consejo de administración o la participación del CEO en el accionariado de la compañía han demostrado ser mejores predictores del desempeño financiero de la empresa utilizando la Q de Tobin que las metodologías desarrolladas por los académicos, más complejas en su alcance y cálculo (Romano et al., 2008).

Además, como Adams et al., (2010) apuntan existe un problema de endogeneidad entre calidad de la gobernanza como la miden los autores seguidores de la teoría de la agencia y el desempeño de las empresas, ya que al medir la gobernanza y el desempeño de la empresa a menudo se da un problema de interdependencia entre ambas variables que impide aseverar que la relación entre ambos aspectos fluya en una sola dirección, si no que una variable determina a la otra y viceversa (véase Cuadro 1). El problema de la endogeneidad surge porque las características del consejo determinan las acciones del mismo. Estas acciones del consejo, a su vez, repercutirán en el desempeño financiero de la empresa. Asimismo, el desempeño de la empresa determinará la composición del consejo al ser elegido este en votación en la junta general de accionistas y, por tanto, sus características. En consecuencia, este problema de endogeneidad cuestiona la validez de este tipo de estudios y metodologías (Romano et al., 2008).

Cuadro 1. Problema de endogeneidad de acuerdo a la teoría de agencia



Fuente: elaboración propia a partir de Adams et al., (2010)

1.2 Métricas de agencia desarrolladas por las firmas de consultoría

Las firmas de consultoría en gobierno corporativo se han alineado conceptual y metodológicamente con la teoría de agencia. Dado que uno de sus clientes principales son las instituciones de inversión colectiva y que el principal objetivo de estos clientes es maximizar la rentabilidad de sus inversiones, las firmas de consultoría se apoyan en la presunción de la teoría de agencia de que una mayor calidad de la gobernanza se traslada en un mejor desempeño financiero de la compañía y, por tanto, en un mayor valor para los inversores.

De acuerdo a la mayoría de las regulaciones nacionales, las instituciones de inversión colectiva con participaciones sustanciales en el accionariado de las compañías cotizadas están obligadas a asistir y votar en las juntas generales de accionistas (Yermack, 2010). Teniendo en cuenta el elevado número de compañías en las que estas instituciones invierten, el análisis detallado de la gestión y del gobierno de estas compañías es una tarea difícilmente abarcable. Esto supone un problema para la supervisión que realizan los gestores de estas instituciones de inversión colectiva. La solución mayoritariamente alcanzada consiste en la adquisición de información por parte de las firmas de consultoría especializadas en el análisis del gobierno corporativo.

Dentro del panorama de la consultoría sobre gobierno corporativo, los *proxy advisors* (PA) han ganado especial relevancia. Los PA proporcionan a los inversores institucionales asesoramiento en sus inversiones y recomendaciones de voto a favor o en contra de cada uno de los puntos sujetos a voto en las juntas generales de accionistas (Hitz & Lehmann, 2017). Queda acreditado que, en la mayoría de los casos, los inversores institucionales deciden seguir las recomendaciones emitidas por los PA, y que en muchos casos incluso deciden delegar directamente su voto en ellos (Hitz & Lehmann, 2017; Larcker et al., 2013). Teniendo en cuenta que los gerentes persiguen la aprobación de cada uno de los puntos sujetos a discusión en las juntas generales de accionistas, los PA efectivamente ejercen la supervisión sobre los gerentes de las compañías en las cuales sus clientes invierten.

El carácter internacional de las firmas de *proxy advisory* hace que, al evaluar a las empresas cotizadas a nivel local, empleen estándares internacionales en línea con sus recomendaciones para las empresas del resto del mundo. Ocurre que, a menudo, estos estándares son más estrictos que los que marca la normativa local, por lo que puede producirse una situación en la que se recomiende el voto en contra de algunos aspectos sujetos a votación en las juntas generales de accionistas a pesar de cumplir con el marco normativo local (Iliev et al., 2015). A pesar del apoyo que proveen los PA a los inversores institucionales en la supervisión de sus inversiones, también distorsionan la efectividad de esta supervisión de dos maneras. En primer lugar los gestores de estas instituciones de inversión a menudo contratan los servicios de las firmas de *proxy advisory* como una especie de seguro o cobertura que permita justificar sus decisiones de inversión en el caso de que se produzca un fallo en la supervisión de la gobernanza de las sociedades participadas imputable a los PA y no a ellos en su condición de gestores (Gallagher, 2014). En segundo lugar los PA no asumen responsabilidad por los perjuicios que se puedan ocasionar a los accionistas por las

recomendaciones emitidas. Esta ausencia de responsabilidad legal, combinada con el punto anterior, provoca una falla en la supervisión de la gobernanza cuando se recurre a los servicios de *proxy advisory* ya que, por un lado, los gerentes de las instituciones de inversión colectiva delegan en PA de prestigio la supervisión de la gobernanza para eximir su responsabilidad en caso de que se produzca un fallo en la supervisión de la gobernanza; y, por otro lado, los PA no tienen responsabilidad legal sobre los posibles errores cometidos en la supervisión de la gobernanza (Eckstein, 2016).

Este último punto resalta la importancia de comprender la metodología que utilizan los PA para emitir sus recomendaciones de voto en las juntas generales de accionistas. Alcanzar una mayor comprensión de cómo definen los PA la calidad del gobierno corporativo permitirá a la dirección de las empresas anticiparse a posibles conflictos entre las medidas adoptadas en cumplimiento de la regulación y las medidas de buen gobierno exigidas por los PA. Además, entender qué metodologías las firmas de consultoría aplican para evaluar la gobernanza de las compañías y emitir recomendaciones de voto revela cómo definen la calidad del gobierno corporativo y cómo esta definición aplica para el resto de la comunidad inversora.

Las metodologías de ISS

El mercado de las firmas especializadas en consultoría sobre gobierno corporativo está ampliamente dominado por la empresa *Institutional Shareholders Services* (ISS), la cual ha producido una serie de índices de calidad del gobierno corporativo. Sin embargo, en su página web la compañía no revela explícitamente qué entiende por calidad del gobierno corporativo⁵. Hasta 2010 ISS utilizaba el *Corporate Governance Quotient* (CGQ) para medir la calidad de la gobernanza (Brockway, 2010). El CGQ se calcula en base a 64 variables de gobierno corporativo divididas en ocho categorías: auditoría, estatutos internos, protección frente a OPAs hostiles, retribución a directivos, evaluaciones del desempeño, participación en el accionariado y formación del CEO. A cada variable se le atribuye un peso específico para generar el CGQ en función de 16 medidas de riesgo y desempeño.

En 2010 ISS lanzó al mercado el GRId (*Governance Risk Indicator*) que proporciona tres posibles puntuaciones –bajo riesgo, medio riesgo y alto riesgo– en cuatro categorías que miden la gobernanza –auditoría, composición del consejo, retribución a los directivos y derechos de los accionistas– (Larcker et al., 2013). En 2013 ISS lanzó su última metodología para medir la calidad de la gobernanza llamada *QuickScore* que consiste en un algoritmo que, a partir de más de 220 factores de buen gobierno y métricas financieras, clasifica a las compañías en deciles – otorgando a cada factor una puntuación con un número íntegro que puede oscilar entre el 1 y el 10– dentro de cuatro categorías de gobernanza que ISS ya empleó en métricas anteriores (Brownstein, 2013). *QuickScore* fue renombrado *QualityScore* en 2016 (ISS, 2016).

⁵ www.issgovernance.com/about/about-iss/ - Consultado el 16 de abril de 2019

Las métricas de ISS presentan algunas limitaciones. En primer lugar, la distribución de los factores que computan la puntuación en *QuickScore* de una determinada empresa dependen del contexto regional de cada firma, influyendo en ello tanto la regulación sobre gobernanza como los usos y costumbres de cada región y el juicio de los expertos de ISS en cada una de estas regiones (ISS, 2016). Un segundo problema que presenta esta metodología de estudio y medición de la gobernanza es su opacidad ya que ISS no revela públicamente cuáles son los aspectos que determinan qué factores se incluyen en el cálculo de *QuickScore* y cuál es el peso específico de cada uno de ellos. Esta opacidad impide a las compañías objeto de estudio adelantarse a la evaluación que ISS o cualquier otra firma de *proxy advisory* y adaptarse a los estándares de calidad que éstas firmas demandan para otorgar una resolución favorable.

Generalmente, las metodologías que emplean estas firmas de consultoría en determinar la calidad de la gobernanza varían en gran medida debido a su necesidad de lanzar nuevos “productos” para maximizar sus cifras de negocio. En el caso de ISS, se observa que cada 3-5 años lanza una nueva metodología destinada a medir la calidad de la gobernanza de las empresas sujetas a análisis. La elevada frecuencia en el cambio de metodología supone una fuente de incertidumbre para los equipos directivos de las empresas analizadas. Además de añadir incertidumbre a los equipos directivos, estos continuos cambios metodológicos plantean dudas sobre la fiabilidad de estos instrumentos a la hora de determinar si el gobierno corporativo de una determinada empresa es el adecuado.

Finalmente, aunque recientemente las firmas de consultoría en gobierno corporativo entre las que destaca ISS reconocen la importancia de los aspectos cualitativos en el análisis de la gobernanza y han adoptado sus criterios de evaluación a contexto regional de las empresas analizadas (ISS, 2016), el carácter de las metodologías empleadas por estas firmas de *proxy advisory* es marcadamente cuantitativo y universalista. La definición de calidad de la gobernanza que las firmas de consultoría aplican se basa en la minimización de los costes de agencia que los propietarios soportan. Como las consultoras en gobierno corporativo encuentran apoyo en la teoría de agencia, establecen una relación causal entre gobernanza y desempeño que les permite aportar valor a sus clientes, generalmente los propietarios de las empresas, alcanzando así su objetivo principal que es de índole lucrativo.

En resumen, la teoría de agencia define la calidad del gobierno corporativo a través de la minimización de los costes de agencia, siendo estos costes aquellos derivados de la desalineación de los objetivos de la gerencia con los de la propiedad. La medición de la calidad de la gobernanza de acuerdo al enfoque de agencia ha evolucionado de estudios en los que se mide la calidad del gobierno corporativo seleccionando una o varias variables hacia el desarrollo de índices de buen gobierno de mayor complejidad. Sin embargo no se puede afirmar que un refinamiento en las metodologías de medición de la gobernanza basadas en la teoría de agencia haya supuesto una validación de la premisa de la teoría de agencia según la cual existe una relación directa y causal entre la calidad del gobierno corporativo y un mejor desempeño en términos financieros de la

empresa (Romano et al., 2008). Además, como hemos explicado anteriormente esta afirmación presenta un problema de endogeneidad que la invalida (Adams et al., 2010).

2. Cuestionando las presunciones de la teoría de agencia: el *managerial power approach*

El atrincheramiento de los altos directivos en sus puestos ha sido tradicionalmente estudiado desde la perspectiva de agencia (Kumar & Zattoni, 2014). Aunque no se desvía del análisis dominante del gobierno corporativo de acuerdo al cual los gerentes y los propietarios se sitúan como partes contrapuestas, el *managerial power approach* (en adelante MPA) –o enfoque del poder de los gestores– destaca las limitaciones de la teoría de agencia para establecer esquemas retributivos que reflejen de manera fiel el desempeño de los directivos (van Essen et al. , 2015).

En su investigación, Bebchuk and Fried (2004) defendieron que el mismo problema de agencia que sucede en la relación entre gerentes y propietarios también aplica entre el consejo de administración y los propietarios. De acuerdo al MPA los consejeros tienen incentivos económicos para tolerar ciertas situaciones favorables para la retribución de la alta dirección porque el CEO habitualmente tiene una influencia importante en la configuración del consejo de administración. Además, los consejeros pueden mostrarse proclives a esquemas retributivos favorables para los altos directivos por factores sociales y psicológicos como pueden ser la amistad, lealtad, disonancia cognitiva o el deseo de evitar la aparición de conflictos dentro del consejo, incluso si la compensación de los directivos se desvincula del desempeño de la compañía (Bebchuk & Fried, 2004).

El MPA predice que la retribución a la alta dirección dependerá de las características del consejo de administración y las características de los propietarios. Respecto a las características del consejo de administración, la compensación a los directivos será mayor cuando: (1) el tamaño del consejo sea mayor porque un mayor tamaño implica una mayor dificultad para que el consejo se organice contra el CEO, (2) cuando el nivel de ocupación de los consejeros sea mayor y por tanto dispongan de menos tiempo para evaluar convenientemente el desempeño del equipo directivo, y (3) cuando la misma persona ocupe el cargo de consejero delegado y CEO. Respecto a las características de los propietarios, la retribución a los directivos será menor en aquellas empresas donde exista un accionista dominante y en aquellas compañías donde los inversores institucionales concentren una participación mayoritaria en el capital (Bebchuk & Fried, 2004).

Van Essen et al. (2015) buscaron probar empíricamente si el poder de la gerencia afecta a la retribución de los directivos como el MPA predice. Para ello, midieron el poder de la gerencia de acuerdo a los siguientes indicadores: dualidad entre el consejero delegado y el CEO, duración del mandato del CEO, tamaño del consejo, independencia del consejo, concentración de la propiedad

y participación de inversores institucionales en el capital de la empresa. En su investigación encontraron apoyo para las siguientes hipótesis que establece el MPA: (1) la dualidad del CEO está asociada positivamente con la retribución al CEO, (2) bajo el mandato de CEOs con más antigüedad el vínculo entre desempeño de la empresa y la retribución al CEO es menor, (3) el tamaño del consejo está positivamente correlacionado con la retribución al CEO, (4) en consejos donde sus miembros son más independientes la correlación entre desempeño de la empresa y la retribución al CEO será más mayor, (5) mayores niveles de concentración del accionariado están negativamente relacionados con la retribución al CEO, (6) niveles mayores de participación de inversores institucionales en el accionariado de la empresa están asociados negativamente con la retribución al CEO, y (7) en aquellas compañías donde dentro del capital de la empresa predominan los inversores institucionales el vínculo existente entre el desempeño de la empresa y la retribución al CEO será más fuerte.

A la luz de lo anterior, puede decirse que, de acuerdo al MPA, la calidad del gobierno corporativo se define en primer lugar por la minimización de la coerción que los altos directivos ejerzan sobre el consejo de administración, y en segundo lugar por la alineación de las acciones del consejo con los intereses de los propietarios. Aunque el MPA cuestiona la presunción de la teoría de agencia de que los consejeros actuarán de acuerdo a los intereses de los propietarios, sigue siendo un enfoque teórico de carácter universalista que no incluye en su análisis el funcionamiento interno del consejo a nivel empresa. Además, al igual que en el caso de la teoría de agencia, el MPA establece como objetivo último maximizar el valor financiero de la empresa a través del gobierno corporativo, por lo que el problema de endogeneidad se mantiene. Por tanto, este enfoque teórico sobre el concepto de calidad del gobierno de las empresas no es alternativo sino complementario a la teoría de agencia.

3. Cuando la psicología y la sociología entran en escena: la teoría *stewardship*

Uno de los primeros estudios en proponer un enfoque alternativo a la agencia para el estudio del gobierno corporativo fue la teoría *stewardship* (Donaldson & Davis, 1991). Al igual que la teoría de agencia, la teoría *stewardship* se centra en estudiar la relación entre el principal y el agente. Sin embargo, la teoría *stewardship* rechaza las presunciones básicas de la teoría de agencia y parte de premisas diferentes fundamentadas en la psicología y en la sociología organizativa (Donaldson & Davis, 1991; Sundaramurthy & Lewis, 2003; van Puyvelde et al., 2012). A pesar del diferente prisma de análisis, algunos autores ven a la teoría *stewardship* como “más un caso limitado de la teoría de agencia que como un marco teórico alternativo” (Caers et al., 2006 citado por van Puyvelde et al., 2012), y otros ven esta teoría como un enfoque complementario al de agencia (van Puyvelde et al., 2012).

La teoría *stewardship* rechaza la presunción de la teoría de agencia de que los agentes buscarán la solución óptima a sus necesidades. En su lugar establece que los agentes se conformarán con una solución que satisfaga sus necesidades de manera suficiente (van Rooij, 2011). De acuerdo a esta presunción, los agentes toman decisiones en un entorno de incertidumbre simplificando la información disponible y tomando cursos de acción que produzcan un resultado lo suficientemente aceptable (Ees et al., 2009). Por tanto, las ineficiencias en la gestión de las compañías no tienen su origen en una lucha de poder entre los propietarios y los gerentes y en los costes derivados de ello, sino en la limitada competencia y capacidad de los agentes de reunir y procesar la información disponible (Ees et al., 2009).

La teoría *stewardship* no asume que los gerentes son agentes oportunistas que necesitan estar extrínsecamente motivados para alinear su comportamiento con los intereses de los propietarios. En lugar de esto, la motivación de los agentes de comportarse de manera alineada con los intereses de los propietarios depende de aspectos psicológicos como la autorrealización profesional, la contribución de los directivos a la sociedad y a la compañía, la mejora de su prestigio personal, los rasgos personales del CEO –vínculos sociales, experiencia laboral y características demográficas– y el nivel de confianza que los propietarios tienen en los agentes. La teoría *stewardship* identifica este nivel de confianza con la ausencia de mecanismos de control implementados por los propietarios (Davis et al., 1997; van Puyvelde et al., 2012). Esta motivación intrínseca explica que los objetivos de ambas contrapartes son compatibles e incluso están alineados, lo que significa que los agentes desean colaborar con los propietarios (Donaldson & Davis, 1991; van Puyvelde et al., 2012). Gestionar la compañía para mejorar su desempeño es la manera que tienen los gerentes de incrementar la utilidad de los propietarios y también la suya. En consecuencia, la teoría *stewardship* mide la calidad de la gobernanza a través de los logros financieros de la compañía (Davis et al., 1997): cuanto mejor es el desempeño financiero de la compañía, más satisfechos estarán los gerentes con su trabajo desde un punto de vista psicológico y social, y de manera paralela la riqueza de los propietarios se incrementa.

La teoría *stewardship* establece que la estructura organizativa y el proceso de toma de decisiones provoca las variaciones en el desempeño financiero de la empresa (Donaldson & Davis, 1991): mientras que para la teoría de agencia las prácticas de buen gobierno son aquellas dirigidas a alinear los objetivos de los agentes con los de los propietarios y a minimizar los costes de agencia, la teoría *stewardship* establece que la posición, tareas y acceso a la información de los directivos serán los parámetros que incrementen o dilapiden los resultados financieros de la compañía.

La teoría *stewardship* destaca los hallazgos contradictorios de los estudios basados en la teoría de agencia y previamente mencionados. Estas contradicciones existen debido a la complejidad de los procesos de decisión de las juntas directivas y a la naturaleza altamente específica de las características del gobierno corporativo determinadas por la estructura organizativa de la compañía. La teoría *stewardship*, centrada en la especificidad de la organización de cada una de las empresas, contrasta con el enfoque universalista adoptado por la teoría de agencia en el cual un determinado conjunto de normas y principios se aplica de igual manera a un espectro muy diverso de compañías y en el que se espera resultados homogéneos (Ees et al., 2009). Sin embargo, al

igual que en el caso de la teoría de agencia y del MPA, el fin último de la teoría *stewardship* consiste en maximizar la valor de la empresa en términos financieros a través del gobierno corporativo. Por tanto, en este enfoque también se produce el problema de endogeneidad discutido anteriormente.

4. Un nuevo paradigma en el gobierno corporativo: el enfoque conductista

El enfoque conductista emerge como una nueva rama del estudio del gobierno corporativo centrada en el estudio de la conducta de los agentes partiendo del estudio psicológico de los mismos y de su contexto social (Huse et al., 2012). La iniciativa de Pettigrew de abordar el gobierno corporativo desde el estudio de la conducta atrajo la atención de varios académicos (McDonald & Westphal, 2011; Minichilli et al., 2012; Westphal & Zajac, 2013). Pettigrew (1992) sugirió que el estudio del gobierno corporativo debería enfocarse hacia el funcionamiento interno de los consejos de administración. En lugar de examinar las características formales de los consejos y sus relaciones con el desempeño financiero de las compañías –como sugieren las teoría de agencia o *stewardship*–, el enfoque conductista contempla los consejos de administración como “equipos organizativos que abordan asuntos complejos bajo tareas y roles potencialmente ambiguos” (Murphy & McIntyre, 2007).

Hasta el surgimiento del enfoque conductista, casi toda la investigación centrada en el desempeño de los consejos de administración analizó las tareas de supervisión y de asesoramiento de manera separada, partiendo de la teoría de agencia para analizar el desempeño en la tarea de supervisión y de la teoría de dependencia de recursos (*resource dependence theory*) en el caso del asesoramiento (Pfeffer & Salancik, 2003), la cual defiende que la principal función de los consejos de administración consiste en proveer a los gerentes acceso a recursos y asesoramiento que no esté a su alcance (Pugliese et al., 2014; Zattoni & Cuomo, 2010). En línea con el planteamiento clásico de agencia, la teoría de dependencia de recursos establece igualmente una relación directa y causal entre el gobierno corporativo y el desempeño financiero de la empresa, por lo que el problema de endogeneidad persiste.

Sin embargo, de acuerdo al enfoque conductista, la calidad del gobierno corporativo está determinada por la eficiencia en el cumplimiento de las tareas de control y asesoramiento del equipo directivo. En otras palabras, un buen gobierno corporativo significa que el funcionamiento interno de los consejos depende de sus procesos de toma de decisiones, resultando en una eficiente ejecución de sus tareas. Este enfoque se basa en el análisis de los mecanismos sociales que intervienen en la gobernanza de la empresa y pone el foco en los actores que intervienen en dicha gobernanza (Westphal & Zajac, 2013). Por tanto, las métricas de calidad propuestas por los partidarios del enfoque conductista se basan en tres diferentes elementos de la gobernanza:

1. Los procesos o mecanismos psicosociales que ocurren en el seno del consejo de administración en un contexto determinado. Los gerentes y consejeros interactúan entre ellos condicionados por sus propias experiencias pasadas a nivel individual y por los procesos socializadores que han vivido, porque estas experiencias sociales pasadas han moldeado la manera en la que entienden y conceptualizan su entorno social actual (Forbes & Milliken, 1999; McDonald & Westphal, 2011; Minichilli et al., 2012; Westphal & Zajac, 2013). De hecho, el sentimiento de pertenencia a un mismo grupo social o cultural de los agentes y los propietarios es interpretado de manera muy dispar por la teoría de agencia y el enfoque conductista. Mientras que para la teoría de agencia este sentimiento de pertenencia causa la relajación en la implementación y refuerzo de los mecanismos de control y por tanto una supervisión más débil de la gerencia, el enfoque conductista entiende que este sentimiento de pertenencia promueve el intercambio de información entre ambas partes, propiciando un mejor control de los gerentes por los miembros del consejo de administración incluso cuando los gerentes no son miembros formales del consejo (Hoitash, 2010; McDonald & Westphal, 2011).
2. El contexto social, cultural y nacional en el cual las acciones de los gerentes y los miembros del consejo se realizan. Los gerentes y los consejeros interactúan entre ellos condicionados por un conjunto de normas sociales y parámetros que les llevan a ejercer comportamientos socialmente aceptados en su entorno (Minichilli et al., 2012; Westphal & Zajac, 2013).
3. Los perfiles psicológicos de los individuos que forman los grupos de gobierno de las compañías: miembros del consejo y directivos. Algunos estudios basados en el enfoque de agencia incluso han aportado variables como el género o los antecedentes culturales al análisis de la calidad de la gobernanza pero lo han considerado como determinantes formales del desempeño financiero de la compañía. Por el contrario, el enfoque conductista explica cómo la diversidad del grupo influye en los comportamientos, interacciones y decisiones de los consejeros desde un punto de vista de funcionamiento interno del consejo (Adams & Ferreira, 2009; Carter, Simkins, & Simpson, 2003; Francoeur, Labelle, & Sinclair-Desgagne, 2008; Hambrick, Misangyi, & Park, 2015; McDonald & Westphal, 2011).

A diferencia de los enfoques basados en la teoría de agencia, el enfoque conductista no fundamenta su definición de calidad de la gobernanza en el desempeño económico de la empresa, sino en el desempeño del consejo de administración en la realización de sus funciones. Por tanto, este enfoque teórico no presenta el problema de endogeneidad que sí presentan los enfoques que hemos analizado anteriormente.

4.1 Métricas conductistas de medición de la calidad del gobierno corporativo

Durante los últimos años el análisis de los rasgos personales de los miembros del consejo y de los gerentes como punto de partida para determinar la calidad del gobierno corporativo ha atraído la atención de los académicos (Adams & Ferreira, 2009; Ferreira, 2014; Francoeur et al., 2008; Humphries & Whelan, 2017). Gabrielsson y Huse (2004) analizaron la metodología empleada por 127 artículos académicos sobre la relación entre los consejos de administración y la gobernanza de las empresas, de los cuales 91 (el 72 por ciento) emplearon datos de archivo, principalmente demográficos. Asimismo, la mayoría de los estudios analizados abordaron las características del consejo (independencia de los consejeros, tamaño del consejo, participación de los consejeros en el accionariado, dualidad del CEO) pero no el funcionamiento interno del mismo porque en su mayoría seguían el enfoque de agencia.

Alternativamente, otros estudios han intentado definir la calidad del gobierno corporativo empleando métricas que reflejen el comportamiento de los miembros del consejo de administración a través de la efectividad en el cumplimiento de sus tareas de supervisión y asesoramiento del equipo directivo. En primer lugar, algunos estudios han descubierto que el contacto cara a cara entre los consejeros es el principal catalizador de todas las dinámicas de comportamiento dentro del consejo, tanto positivas como negativas; destacando las actitudes – como la confianza o la sociabilidad–, los sesgos cognitivos –como el *groupthink*– y las relaciones de poder dentro del consejo. Tanto las tareas de supervisión como de asesoramiento en la estrategia de la empresa requieren una buena comunicación y una confianza constructiva crítica entre los consejeros para asegurar un comportamiento efectivo del consejo (Bebchuk & Hamdani, 2009; Forbes & Milliken, 1999; Roberts et al., 2005). Por tanto, las reuniones del consejo –en número y nivel de asistencia– y la implicación de los consejeros han sido destacados como parámetros claves en determinar el desempeño del consejo de administración (Forbes & Milliken, 1999; Minichilli et al., 2012; Sundaramurthy & Lewis, 2003), y por tanto son buenos indicadores de la calidad de las prácticas de buen gobierno de las compañías. En segundo lugar, otros estudios conductistas se han centrado en la función del consejo de controlar al equipo directivo, y en este sentido han perseguido valorar la independencia como un factor clave en el funcionamiento interno del consejo de administración, considerando que la independencia propicia un mejor cumplimiento de las tareas de supervisión. Estos estudios han revelado que varios rasgos de los consejeros contribuyen a medir la calidad del desempeño de la supervisión ya que estos rasgos determinan la predisposición de los consejeros a emitir juicios que cuestionen las propuestas y acciones de la dirección.

Por un lado, estos estudios acreditan que los consejeros independientes aportan al consejo de administración contactos y una visión más amplia del negocio (Bainbridge, 2008; Laster, 2012; Minichilli et al., 2012; Morck, 2008; Westphal & Bednar, 2005), abordando la independencia como un aspecto influyente en el funcionamiento interno del consejo, y no en términos de minimización de los costes de agencia como sí hacen las métricas de agencia que vimos anteriormente. Otro factor que incrementa la efectividad de la tarea de control es la diversidad de género. De acuerdo al enfoque conductista las consejeras cumplen esta tarea de manera eficiente por su mayor inteligencia emocional y por una inclinación ética que les permite pensar críticamente y expresar

su oposición a ciertas acciones y decisiones del equipo directivo (Adams & Ferreira, 2009; Groysberg & Bell, 2013; Kang & Payal, 2012).

La investigación sobre los efectos del perfil educativo de los consejeros sobre el desempeño de sus funciones es bastante inusual comparado con los estudios relacionados con los rasgos demográficos (Mahadeo et al., 2012). Además, el perfil educativo de los consejeros ha sido mayoritariamente observado bajo el prisma de la diversidad, pero no cómo específicamente influye en la efectividad de las tareas del consejo de administración (Tseng & Jian, 2016). Sin embargo, algunas evidencias han sido encontradas: los consejeros con estudios en derecho muestran un desempeño superior cuando el consejo las normas corporativas deben ser revisadas ya que aportan una visión crítica sobre la supervisión efectiva de la empresa (Forbes & Milliken, 1999). Otras características del consejo afectan negativamente a la efectividad del mismo en el desempeño de su tarea de control. Es el caso del tamaño del consejo: los consejos de administración más grandes tienden a perjudicar la independencia del consejo respecto al equipo directivo porque en grupos más grandes las situaciones conflictivas tienen más posibilidades de surgir y la sociabilidad de disminuir (Coles, Daniel, & Naveen, 2008; Forbes & Milliken, 1999; Lipton & Lorsch, 1992). La independencia del consejo también se ve afectada negativamente cuando se produce la dualidad en la figura del CEO y del consejero delegado porque así el consejo de administración pierde independencia para cuestionar las decisiones del equipo directivo (Morck, 2008).

Finalmente, los estudios conductistas también han propuesto valorar la implicación de los miembros del consejo de administración con la formulación de la estrategia de la compañía, vinculando esto con el desempeño en la tarea de asesoramiento. El género de los consejeros es el parámetro más estudiado del impacto de la calidad de la gobernanza en la formulación estratégica de la empresa. La contribución de las consejeras en la efectividad del consejo de administración en su labor de asesoramiento se basa en su capacidad de incrementar el *know-how* del consejo a través de la creatividad, aportando sus ideas diferentes y nuevas a las discusiones del consejo (Ees et al., 2009; Fondas, 2000; Huse et al., 2007; Mathisen et al., 2012; Matsa & Miller, 2013). La edad también juega un papel importante en la labor de asesoramiento del consejo. Los consejeros de más edad aportan más experiencia, *know-how*, sabiduría, y una red de contactos más extensa que contribuye a proporcionar un mejor asesoramiento en el diseño de la estrategia corporativa (Kramer, 2011; Shaw, 2011).

Forbes y Milliken (1999) apoyan el punto de vista de que el perfil educativo de los consejeros en economía y áreas relacionadas es el área de experiencia de mayor importancia para llevar a cabo la labor de asesoramiento del consejo. La formación de los consejeros también favorece la realización de la tarea de asesoramiento porque fomenta el *know-how* y refuerza la auto-confianza de los consejeros y aporta un sentido de legitimidad para hacer oír sus propios puntos de vista (Errity y Stuckey, 2012; Maharaj, 2008).

Respecto al papel que tiene el tamaño del consejo en la formulación e implementación de la estrategia corporativa, Yermack (1996) descubrió que el tamaño y la eficiencia del consejo están

relacionados negativamente porque la conformidad se incrementa junto con el tamaño. Más tarde, Coles et al. (2008) encontraron que el tamaño del consejo y la eficiencia de hecho siguen una función con forma de campana en la cual existe un nivel óptimo de tamaño del consejo en términos de eficiencia en el cumplimiento de sus tareas.

Tuggle et al. (2010) encontraron que la dualidad en la figura del CEO y del consejero delegado afecta negativamente a la capacidad de atención de los consejeros porque esta dualidad contribuye a crear un clima en el que resulta inapropiado cuestionar el desempeño de los directivos de la compañía, por tanto disminuyendo el nivel de atención de los consejeros a las acciones de los directivos.

En resumen, las métricas conductistas de calidad del gobierno corporativo consisten básicamente en rasgos y normas formales vistos como indicadores de dinámicas positivas o negativas dentro del consejo que fomentan y/o disminuyen la efectividad de la implementación de las tareas del consejo de administración.

Estas métricas conductistas también adolecen de ciertas limitaciones. Los estudios conductistas hacen uso de datos para describir los rasgos, comportamientos y relaciones de los consejeros para analizar el funcionamiento interno del consejo de administración (Hambrick et al., 2008). En muchos casos, el acceso a información primaria es algo indispensable; sin embargo, en la práctica la obtención de información fiable se ha revelado como algo difícil debido a las bajas tasas de respuesta y al sesgo de los consejeros al evaluar su propio desempeño (Huse et al., 2007). Por tanto, algunos estudios han optado por encuestas a los CEOs exclusivamente (Huse et al., 2012; McDonald y Westphal, 2011; Zahra et al., 2000) excluyendo de su análisis de la calidad de la gobernanza el desempeño del consejo en su conjunto y las interacciones entre los miembros del consejo de administración.

En la tabla 2 resumimos las métricas de calidad del gobierno corporativo por enfoque teórico.

Tabla 2. Métricas de calidad del gobierno corporativo por enfoque teórico

		Métricas	
Teoría de Agencia	Académicos	<i>G-Index</i>	24 disposiciones reflejan el equilibrio de poder entre accionistas y directivos
		<i>E-Index</i>	6 disposiciones anti-OPA adoptadas por los directivos y que provocan una transferencia de poder en detrimento de los propietarios
		<i>Gov-Score</i>	Una combinación de 7 disposiciones de GC externas e internas: elección de consejeros, <i>poison pills</i> , ajustes en el precio de las <i>stock</i>

			<i>options</i> , entrega de <i>stock options</i> , asistencia de los consejeros a las reuniones del consejo, disponibilidad de las regulaciones del consejo, consejeros están sujetos a las normas sobre propiedad de acciones de la compañía.
	Consultores	<i>Corporate Governance Quotient</i>	64 disposiciones de gobierno corporativo con un peso asignado en función de 16 medidas de riesgo y desempeño.
		<i>GRI</i>	Evalúa la calidad del gobierno corporativo en tres niveles posibles de riesgo dentro de cuatro categorías: auditoría, composición del consejo, compensación a directivos y derechos de los accionistas.
		<i>QualityScore</i>	Compuesto por más de 200 factores del GC y métricas financieras; cada factor con un peso y una puntuación determinada por el juicio de los especialistas de ISS.
Enfoque conductista	Académicos	<i>Independencia del consejo</i>	Medición de la independencia del consejo de acuerdo a las reuniones del consejo, asistencia de los consejeros, peso de consejeros independientes, diversidad de género, perfil educativo de los consejeros, tamaño del consejo y dualidad CEO-consejero delegado.
		<i>Involucración en la formulación de la estrategia</i>	Medición de la involucración del consejo en la formulación de estrategia de acuerdo a las reuniones del consejo, diversidad de género y de edad, perfil educativo, formación de los consejeros, tamaño del consejo y dualidad CEO-consejero delegado.

Fuente: Elaboración propia

Concluimos la revisión de la literatura sobre la definición y medición de la calidad del gobierno corporativo con la tabla 3, que sintetiza los hallazgos anteriormente expuestos sobre cómo los principales enfoques teóricos del gobierno corporativo definen la calidad de la gobernanza, las presunciones de las que cada uno de estos marcos teóricos parten y el vínculo entre calidad de la gobernanza y desempeño de la compañía según cada uno de ellos.

Tabla 3. Diferencias teóricas en la definición de calidad del gobierno corporativo

	Teoría de Agencia	Managerial Power Approach	Teoría Stewardship	Enfoque conductista
Bases para la medición de la calidad del GC	Desempeño financiero de la empresa.	Desempeño financiero de la empresa.	Desempeño financiero de la empresa.	Desempeño del consejo de administración en la realización de sus funciones.
Prácticas que incrementan la calidad del GC	Estructuras y políticas formales que minimizan los costes de agencia.	Estructuras y políticas formales que alinean las acciones de los consejeros con los intereses de los propietarios.	Estructuras y políticas formales que facilitan la colaboración entre agentes y propietarios.	Estructuras y políticas formales e informales que favorecen el buen funcionamiento interno del consejo de administración.

Fuente: Redondo & Bilbao (2018)

La conceptualización teórica de buen gobierno corporativo es de gran relevancia al determinar las métricas de calidad de la gobernanza propuestas por académicos y consultores. Bajo el paraguas de la teoría de agencia, las métricas de gobierno se valen de aspectos que influyen en el equilibrio de poder entre gerentes y propietarios, siendo la calidad del gobierno corporativo mayor cuando este equilibrio de poder se inclina hacia los propietarios. Por el contrario, las métricas conductistas no persiguen determinar la calidad de la gobernanza como un medio de explicar y predecir el desempeño de la compañía, sino como un fin en sí mismo. El enfoque conductista rechaza la hipótesis de la escuela clásica de que los propietarios son perfectamente racionales (*homo economicus*), cuya función de utilidad está determinada exclusivamente por el valor de sus participaciones. El enfoque conductista incorpora la complejidad de los seres humanos como individuos sociales, y por tanto sus métricas se fundamentan en la capacidad de los individuos encargados del gobierno de la empresa de desempeñar sus funciones adecuadamente. Las métricas conductistas evalúan la capacidad del consejo de administración de desempeñar su tarea de supervisión con independencia, de involucrarse y contribuir al asesoramiento de la estrategia corporativa.

El hecho de que el enfoque conductista no fundamenta su definición de calidad de la gobernanza en el desempeño económico de las compañías explica en cierto grado por qué las métricas de las

firmas de consultoría se sustentan en la teoría de agencia. Vincular la calidad de la gobernanza y el desempeño corporativo resulta de utilidad para que las consultoras vendan sus servicios a sus clientes, que son los inversores institucionales principalmente. Sin embargo, las métricas desarrolladas por las firmas de consultoría han sido incapaces de mostrar de manera irrefutable y universal que este vínculo entre calidad de la gobernanza y desempeño financiero realmente exista. La explicación más sólida para esto se encuentra en el problema de endogeneidad presente tanto en la conceptualización como en la metodología de las métricas de gobierno corporativo basados en la teoría de agencia (Adams et al., 2010; Romano et al., 2008). Las estructuras de gobierno son eventualmente el resultado de las decisiones hechas para mejorar la gobernanza de la compañía. Esta endogeneidad de las estructuras de gobierno corporativo cierra el círculo y supone un sesgo para los cálculos econométricos de los estudios que apoyan las premisas de agencia. Por tanto debemos cuestionar la validez de los estudios basados en la teoría de agencia que muestran, o pretenden mostrar, un vínculo positivo y unidireccional entre las estructuras de gobierno y el desempeño financiero de las empresas.

Definir qué es un buen gobierno corporativo conlleva implicaciones significativas sobre cómo los accionistas miden la calidad de la gobernanza y fundamentan sus decisiones de inversión. Con el propósito de dotar a los accionistas de los medios apropiados para evaluar la gobernanza de las empresas, estudios recientes han seguido un enfoque conductista y han propuesto metodologías fiables y aplicables que superen sus limitaciones, principalmente las referidas a la consecución de datos y su validación. Avanzar en este sentido permitirá a los académicos, consultores y reguladores identificar los problemas asociados a las prácticas de mal gobierno corporativo en las grandes empresas que, lejos de disminuir, continúan emergiendo. Además, avanzar en la definición de qué es un buen gobierno corporativo y cómo se mide permitiría a todos los *stakeholders* superar los “modelos de buen gobierno corporativo largamente aceptados como válidos” (Raelin & Bondy, 2013) y entender mejor qué supone gobernar una compañía y cuál es su verdadero impacto.

5. Enfoques teóricos sobre la configuración de los códigos de buen gobierno

Además de los académicos y de los *practitioners*, un tercer grupo primordial a la hora de definir qué es un buen gobierno lo constituyen los reguladores mediante la elaboración y la aplicación de los códigos de buen gobierno, es decir, de una serie de estándares de conducta que toman la forma de recomendaciones dirigidas a las empresas –casi siempre las cotizadas– con el fin teórico de mejorar el funcionamiento de sus órganos de gobierno –consejo de administración y junta general de accionistas– (Cheffins, 2012; Cuomo et al., 2016; Haxhi & Aguilera, 2017; Haxhi & van Ees, 2010). Los códigos de buen gobierno constituyen el conjunto de normas y principios de cumplimiento voluntario con el propósito de evaluar y fomentar el buen gobierno de las empresas

cotizadas (Cuomo et al., 2016). Si bien los códigos de buen gobierno, así como los índices de buen gobierno, a menudo funcionan más como “*compliance checkers*” –o verificadores de cumplimiento– que como auténticos mecanismos de mejora de la gobernanza de las empresas fundamentados en análisis específicos (Djokić & Duh, 2016), es de importancia cuestionarnos por qué esto es así. Para ello, en las líneas siguientes enlazamos la discusión teórica anterior sobre la calidad del gobierno corporativo con la realidad de los códigos de buen gobierno, que constituyen los marcos normativos que regulan la gobernanza de las empresas en el mundo. Con ello, pretendemos llegar a un marco conceptual que sirva de guía para el estudio de campo elaborado en la presente tesis doctoral.

5.1 Los códigos de buen gobierno

En 1992 se dieron los primeros pasos hacia la regulación de un buen gobierno corporativo con la aprobación en el Reino Unido del primer código de buenas prácticas. Este código fue redactado por el Comité de Aspectos Financieros del Gobierno Corporativo encabezado por Adrian Cadbury, que estableció un modelo pionero de supervisión y regulación de la gobernanza de las empresas cotizadas. A raíz de la creación e implementación de este código, el interés y la influencia de los reguladores en la gobernanza de las empresas ha crecido de manera notable (Cheffins, 2012).

Por su carácter voluntario, los códigos de buen gobierno se rigen por el principio de ‘cumplir o explicar’ que exime a las empresas de cumplir con las disposiciones recogidas en los mismos pero en cambio las obliga a explicar de manera razonable los motivos por los que cada disposición no ha sido cumplida. Por este motivo los códigos de buen gobierno pertenecen al grupo de normas conocidas como “blandas”. Aunque el principio de ‘cumplir o explicar’ pretende dotar a las empresas de mayor flexibilidad en la implementación de medidas destinadas a mejorar la calidad del gobierno corporativo, algunos autores sugieren que este principio limita la efectividad de los códigos de buen gobierno por lo que resulta incierto que los códigos de buen gobierno a nivel internacional vayan a converger hacia el principio de ‘cumplir o explicar’ (Keay, 2014; Soltani & Maupetit, 2015). Existen textos legales que regulan la gobernanza de las empresas y que se consideran como normas “duras”, como por ejemplo la Ley Sarbannes-Oxley, de obligado cumplimiento para las empresas cotizadas en Estados Unidos (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2009). Sin embargo, en el estudio de campo de esta tesis se excluirán aquellas leyes u otros textos legales que posean un carácter imperativo por no ajustarse a la definición de código de buen gobierno.

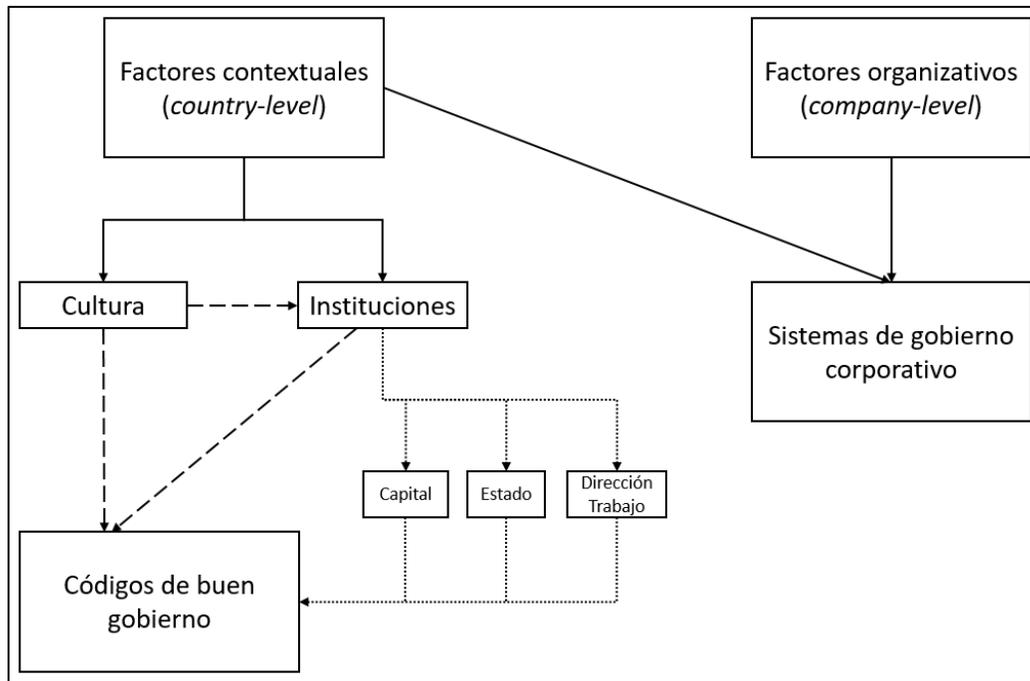
Los códigos de buen gobierno presentan importantes diferencias en función del organismo encargado de su aprobación e implementación. En algunos países los códigos de buen gobierno se desarrollan por agencias gubernamentales como es el caso de España, donde el código vigente fue desarrollado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En otros países este rol lo adoptan asociaciones de empresas o de inversores, como sucede en Estados Unidos donde no existe un único código de buen gobierno de carácter voluntario promulgado por un organismo gubernamental (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2009), asumiendo este rol asociaciones de grandes

inversores como *'The Council of Institutional Investors'* o asociaciones de empresarios como *'The Business Roundtable'*. A pesar de los esfuerzos por converger a nivel internacional en el desarrollo de sistemas y códigos de buen gobierno, explicados por la globalización de los mercados de capitales y por la necesidad de legitimar la gobernanza de las empresas a los ojos de los inversores, aún persisten profundas diferencias entre los distintos países tanto en la regulación del gobierno corporativo como en los resultados obtenidos en la gobernanza de las empresas (Daniel et al., 2012). Debemos preguntarnos, por tanto, qué aspectos influyen en las diferencias existentes en los sistemas de gobierno corporativo –definidos como el conjunto de prácticas y mecanismos intrínsecos a la empresa orientados a asegurar una buena gobernanza de la misma (Gillan, 2006)– y los códigos de buen gobierno según su país o entorno.

Una diferencia fundamental entre los sistemas de gobierno corporativo y los códigos de buen gobierno es que mientras los primeros, además de estar influidos por el contexto en el que la empresa opera, se abordan a nivel organizativo (*firm level*), los códigos de buen gobierno reflejan las características del entorno de cada país (*country level*) pero no incorporan los aspectos organizativos de las empresas en particular (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004; Hermes et al., 2007). Por este motivo en las siguientes líneas aparecen como relevantes para entender la elaboración de los códigos de buen gobierno los marcos teóricos que abordan los sistemas de gobierno corporativo desde una perspectiva organizativa.

Para explicar las diferencias a nivel contextual que moldean a los sistemas de gobierno corporativo y a los códigos de buen gobierno, los académicos se han servido de la cultura nacional y de las instituciones, aunque no existe un consenso respecto al nivel de influencia que ambas tienen (Buck & Shahrim, 2005). El enfoque cultural afirma que la cultura mantiene una influencia dominante sobre los sistemas de gobierno corporativo, ya que las instituciones están determinadas a su vez por la propia cultura (Licht, 2015). Valiéndose del trabajo desarrollado por Hofstede (1983, 1984, 2003) el enfoque cultural esgrime que las características culturales de cada país repercutirán en la creación e implementación de los códigos de buen gobierno (Humphries & Whelan, 2017; Jørgensen & Sørensen, 2012; Rejchrt & Higgs, 2015; Şahin, 2015; Sison, 2000). Según el enfoque cultural –representado en el cuadro 2 por las líneas discontinuas– la cultura influye en los códigos de buen gobierno directamente e indirectamente a través de la influencia que las características culturales ejercen sobre las instituciones.

Cuadro 2. Factores influyentes en los sistemas de gobierno corporativo y en los códigos de buen gobierno



Fuente: Elaboración propia

Por otro lado, el enfoque institucional estudia la influencia que ejercen las instituciones sobre los códigos de gobierno corporativo en un ámbito geográfico determinado, considerando estas instituciones como los vehículos de adaptación de los agentes económicos a su entorno (Aguilera & Jackson, 2010). Según este enfoque, la principal influencia en la creación de los códigos de buen gobierno procede de las instituciones desarrolladas en cada país divididas en tres grandes grupos – capital, Estado y dirección-trabajo– que interactúan entre sí (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004; Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2009; Haxhi & Aguilera, 2017; Haxhi et al., 2013; Terjesen et al., 2015). La influencia de las instituciones en los códigos de buen gobierno de acuerdo al enfoque institucional queda representada por las líneas punteadas en el cuadro 2.

Entre los objetivos de la presente tesis doctoral no figura tomar partido en el debate sobre si los factores culturales o los factores institucionales tienen una influencia dominante en los sistemas y en los códigos de buen gobierno, sino determinar qué factores contextuales influyen en la alineación teórica de los códigos de buen gobierno. Por el carácter exploratorio de esta investigación y por el propósito establecido previamente de alcanzar una comprensión más holística sobre qué factores contextuales influyen en la alineación teórica de los códigos de buen gobierno, incorporamos en este estudio tanto el enfoque cultural como el institucional, algo que ya han hecho otros investigadores anteriormente (Haxhi & van Ees, 2010; Mintz, 2005).

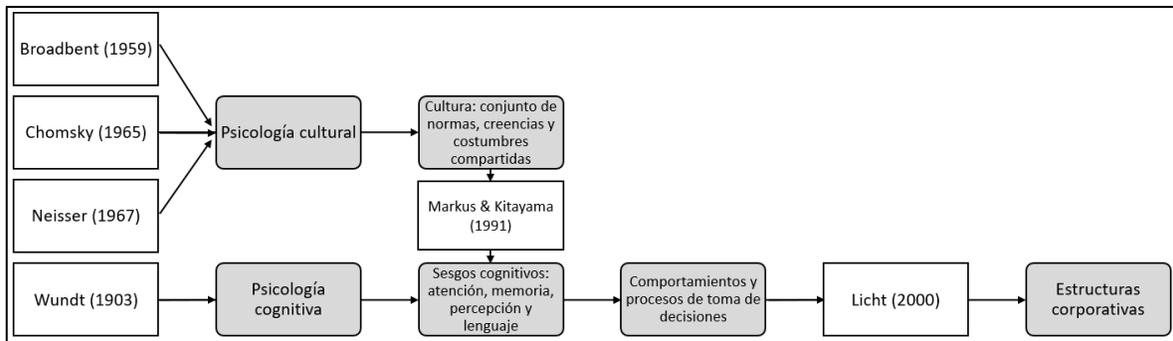
5.2 El enfoque cultural

El origen del enfoque cultural se halla en la psicología cognitiva y en la psicología cultural⁶. La psicología cognitiva sugiere que existen sesgos, prejuicios y otros aspectos cognitivos en los procesos de toma de decisiones que son sistemáticos y predecibles y que por tanto pueden ser modelados y probados con un rigor científico (Tversky & Kahneman, 1989). El origen de la psicología cognitiva moderna se sitúa en la segunda mitad del siglo XX cuando los psicólogos Donald Broadbent, Noam Chomsky y Ulric Neisser analizaron cómo los individuos procesan la información recibida en conocimiento a través de un conjunto de sesgos cognitivos: la atención, la memoria, la percepción y el lenguaje (Broadbent, 1959; Chomsky, 1965 y Neisser, 1967 citados en Anderson, 2015: 8).

De manera paralela al desarrollo de la psicología cognitiva, la psicología cultural examina las fuentes étnicas y culturales de diversidad psicológica en las respuestas emocionales, organizativas y de desarrollo humano ante los estímulos recibidos (Shweder & Sullivan, 1993). La psicología cultural tiene su origen en el trabajo de Wilhelm Wundt, quien a principios del siglo XX publicó “Psicología cultural: una investigación del desarrollo de las leyes del lenguaje, mito y moralidad” (Blumenthal, 1975). La psicología cultural y la psicología cognitiva convergen cuando Markus y Kitayama (1991) establecen que los sesgos cognitivos en los procesos de toma de decisiones –la atención, la memoria, la percepción y el lenguaje– están modelados por las normas compartidas en una sociedad determinada, consistiendo estas normas en un sistema compartido de creencias basadas en la cultura de dicha sociedad. Así, a través de los sesgos cognitivos, las características culturales influyen en el comportamiento y los procesos de toma de decisiones de los individuos, quienes a su vez definirán unas estructuras corporativas determinadas (Licht, 2000). La cadena de causalidad que lleva a la cultura –definida como el conjunto de normas, creencias y costumbres compartidas dentro de un grupo organizado, sociedad o nación (Reber, 1986)– a afectar a las estructuras corporativas sigue el proceso que detallado en el cuadro 3.

Cuadro 3. Proceso de influencia de la cultura en las estructuras corporativas

⁶ No confundir con el enfoque cultural. Mientras que en nuestra investigación el enfoque cultural explica las diferencias en los sistemas de gobierno corporativo y los códigos de buen gobierno a través de las características culturales, la psicología cultural se ciñe al campo de la psicología para explicar las fuentes étnicas y culturales de diversidad psicológica en las respuestas de los individuos ante los estímulos recibidos.



Fuente: Elaboración propia

Una vez ha quedado establecido que la cultura influye en las estructuras corporativas a través de los sesgos cognitivos primero y de los procesos de toma de decisiones después, es necesario establecer comparaciones entre los aspectos culturales de los diferentes países. La mayoría de los estudios que tratan de explicar las diferencias culturales en los sistemas de gobierno corporativo y en los códigos de buen gobierno se valen de la psicología *cross-cultural* (CCP), la cual provee los medios necesarios para establecer las diferencias culturales en un ámbito internacional (Licht, 2000). La CCP fue desarrollada por Hofstede como un marco metodológico para establecer comparaciones a nivel internacional entre las dimensiones que componen las culturas nacionales. Hofstede desarrolló la CCP por primera vez entre 1971 y 1973 a partir de las encuestas sobre las dimensiones culturales realizadas a 116.000 empleados de IBM en 40 países distintos (Hofstede, 1983). En la actualidad, la CCP constituye el enfoque más extendido de medición de las dimensiones culturales nacionales, lo que contribuye con una medida de cultura comúnmente aceptada y comparable entre diferentes investigaciones (Haxhi & van Ees, 2010). De acuerdo a la CCP, la cultura se compone de valores. Estos valores se definen como constructos que reflejan las preferencias y prioridades respecto a aspectos fundamentales como son las interacciones entre individuos y las interrelaciones entre la sociedad y el resto del mundo (Hofstede et al., 2010). El gran mérito de la CCP consiste en instrumentalizar estos valores de manera que en primer lugar se puedan realizar comparaciones entre culturas al partir de conceptos definidos de antemano y no sujetos a las idiosincrasias de cada cultura, lo que imposibilitaría dichas comparaciones entre culturas; y en segundo lugar posibilita cuantificar estos valores culturales lo que posibilita probar hipótesis estadísticamente y con un rigor científico adecuado (Licht, 2000).

De acuerdo al enfoque cultural, además de influir en las estructuras corporativas a través de los sesgos cognitivos que determinan los comportamientos y los procesos de toma de decisiones como hemos indicado anteriormente, la cultura influye en los códigos de buen gobierno al tener las leyes y el resto de textos con carácter normativo un antecedente directo en la cultura nacional ya que para su correcto funcionamiento, las normas que gobiernan una sociedad deben basarse en el entendimiento mutuo entre los miembros de dicha sociedad, teniendo este entendimiento mutuo su origen en una cultura compartida (Licht, 2015). Para estudiar cómo la cultura influye en el desarrollo de los códigos de buen gobierno en los distintos países partimos de las seis

dimensiones que configuran la CCP de Hofstede y determinar así cómo la cultura nacional influye en la adhesión teórica de los códigos de buen gobierno a los principios de agencia en su definición de calidad del gobierno corporativo.

Individualismo versus colectivismo

En esta dimensión se aborda la relación existente entre un individuo y sus pares en un entorno social. Por un lado, existen sociedades en las que la relación existente entre los individuos que la componen es distante; cada individuo es responsable de cuidar de sus propios intereses y, en algunos casos, de los intereses de su familia y personas más allegadas. En el otro extremo existen sociedades en las que los lazos entre sus individuos son muy estrechos; los miembros de estas sociedades nacen en colectivos más amplios y estrechos como son grandes familias o tribus. Dentro de estos colectivos todos los integrantes deben cuidar de los intereses del colectivo y no tener opiniones o creencias disidentes con los del grupo (Singelis et al., 1995).

Los siguientes atributos definen esta dimensión cultural:

1. Mientras que los colectivistas se definen como partes integrantes de un grupo, los individualistas se enfocan en los aspectos que los distinguen de los grupos, por lo que la diferencia radica en la definición de sus propios atributos (Markus & Kitayama, 1991).
2. En caso de conflicto entre sus objetivos y los del grupo, para los colectivistas la prioridad radica en los objetivos del grupo; por el contrario, para los individualistas la prioridad radica en los objetivos personales por encima de los objetivos grupales (Schwartz, 1990).
3. Para los colectivistas el comportamiento social se guía por las normas y obligaciones colectivas percibidas, mientras que para los individualistas el comportamiento social se guía por las obligaciones contraídas de manera contractual a nivel individual (Miller, 1994).
4. Mientras que los colectivistas antepone las relaciones interpersonales aun cuando los costes exceden a los beneficios, para los individualistas estas relaciones están supeditadas a su interés personal (Kim et al., 1994).

Para algunos autores esta dimensión tiene una relevancia superior al resto al explicar el comportamiento humano ya que aborda lo que denominan como “estructura profunda de la cultura”, que consiste en la relación del individuo con el resto del grupo del que forma parte (Greenfield, 2000; Triandis, 2001). Dentro de la CCP, el colectivismo según Hofstede et al. (2010; p.92) consiste en “el grado en el que desde el nacimiento y en adelante los individuos están integrados en grupos fuertes y cohesivos a través de los cuales el grupo protege al individuo a cambio de su lealtad”.

Partiendo de la CCP varios estudios han relacionado el grado de individualismo y colectivismo con atributos del gobierno corporativo. De acuerdo a Harrison y Li (2008) las compañías en entornos que potencian el individualismo tienden a tener consejos de administración más pequeños y posiciones de liderazgo corporativo menos consolidadas. De acuerdo a Zhang et al. (2013) en los

países más individualistas el control que ejercen los directivos sobre la gobernanza de las compañías es menor. De acuerdo a Li et al (2013) en los países más individualistas los gerentes incurren en decisiones más arriesgadas. De acuerdo a Haxhi y van Ees (2010), las culturas individualistas poseen una mayor tendencia a desarrollar códigos de buen gobierno.

Distancia de poder

Esta dimensión refleja cómo una sociedad determinada gestiona el hecho de que las personas no son iguales, tanto física como intelectualmente. En este sentido, algunas sociedades permiten que estas desigualdades personales se traduzcan en desigualdades de poder y riqueza, y que estas últimas aumenten con el tiempo al perpetuarse de manera hereditaria, desvirtuándose así el estado de los individuos con sus capacidades físicas e intelectuales. Aunque las desigualdades en términos de capacidad física e intelectual no son abordables, otras sociedades en cambio intentan rebajar la desigualdad tanto en poder como en riqueza. En estas últimas se entiende que existe una menor distancia de poder (Bochner & Hesketh, 1994).

Para definir el indicador de distancia de poder, la CCP intenta medir la dependencia en las relaciones entre los miembros de un país o grupo cultural determinado. En los países con una baja distancia de poder existe una dependencia limitada entre los subordinados y sus superiores, existiendo una preferencia por la consulta entre profesionales de distinto rango, estableciendo así una relación de interdependencia entre los subordinados y sus superiores. Según la definen Hofstede et al. (2010; p.61) la distancia de poder es “el grado en el que los miembros menos poderosos de organizaciones e instituciones dentro de un país esperan y aceptan que el poder se distribuya desigualmente”.

Partiendo de la CCP, Ringov y Zollo (2007) demostraron empíricamente que las compañías que operan en países con una elevada distancia de poder muestran un peor desempeño a nivel social y medioambiental, entendido este desempeño por la puntuación en el indicador de Evaluación de Valores Intangibles (*Intangible Value Assessment*)⁷. Por otro lado, Harrison y Li (2008) establecen que en las compañías que operan en entornos con una mayor distancia de poder suele predominar la dualidad en el rol de consejero delegado y CEO al ejercer el CEO un mayor poder sobre los miembros del consejo de administración. De acuerdo a Haxhi y van Ees (2010), en las culturas con una mayor receptividad hacia las distancias de poder existe una mayor probabilidad de que los emisores de los códigos de buen gobierno sean grupos normativos, como organismos públicos o asociaciones de directivos. Por otro lado, en países con menor receptividad hacia las distancias de poder los grupos coercitivos –asociaciones de inversores o mercados bursátiles- son los emisores de los códigos de buen gobierno.

Masculinidad versus feminidad

⁷ Este indicador es una medida compuesta por 101 medidas sobre gobierno corporativo a nivel social y medioambiental realizado por el Grupo Innoveit, una firma de consultoría de negocio e IT.

En esta dimensión se aborda la división de roles sexuales que existe en una sociedad determinada. Así, se clasifican a las sociedades en función de la tendencia a maximizar o a minimizar esta diferenciación de roles en función del género de los individuos. Mientras que algunas sociedades permiten tanto a hombres como a mujeres asumir diferentes roles independientemente de su género; otras sociedades sin embargo establecen claras divisiones sobre lo que los individuos deben hacer en función de su sexo. En las culturas masculinas impera la inclinación porque las mujeres se ocupen de aspectos del ámbito familiar mientras los hombres priorizan la consecución de logros a nivel material (Vitell et al., 1993).

De acuerdo a Hofstede et al. (2010; p.140) en las sociedades masculinas “los roles de género están claramente diferenciados: mientras que los hombres deben ser asertivos, duros y centrados en alcanzar el éxito material, las mujeres deben ser más modestas, sensibles y preocupadas por la calidad de vida”. Por el contrario, en las sociedades denominadas femeninas por Hofstede (2003) la distribución de roles es más difusa, otorgándole tanto a los hombres como a las mujeres funciones más orientadas a servir a otras personas. El motivo por el que Hofstede decidió denominar a estos rasgos según un atributo de género es porque en su estudio pionero encontró que las diferencias de los individuos respecto a sus objetivos laborales (ganancias y reconocimiento versus cooperación y conciliación laboral) solo se explicaba por el género (Hofstede et al., 2010).

Partiendo de esta dimensión cultural de la CCP, según Ringov y Zollo (2007) las compañías que operan en países con una elevada masculinidad muestran un peor desempeño a nivel social y medioambiental. Rafiee y Sarabdeen (2012) también establecen una relación negativa entre masculinidad y calidad del gobierno corporativo de acuerdo a criterios de agencia. Asimismo, de acuerdo a Harrison y Li (2008) las compañías basadas en entornos con mayor masculinidad suelen tener posiciones de liderazgo más consolidadas. Según Bae et al. (2012) existe una correlación negativa entre el nivel de masculinidad de una cultura determinada y la protección de los derechos de los accionistas explicada a través de una política de dividendos propensa a retribuir en mayor medida a los accionistas.

Aversión a la incertidumbre

El término “aversión a la incertidumbre” se acuñó en el estudio de la organización de empresas por primera vez por Cyert y March en 1963 en su trabajo “*A behavioural theory of the firm*”, quienes reconocieron en su estudio sobre organizaciones en Estados Unidos diferentes formas de gestionar la incertidumbre, siendo ésta inevitable bajo la presunción de que el futuro es en mayor o menor medida siempre impredecible (Hofstede et al., 2010). La dimensión de aversión a la incertidumbre representa la voluntad colectiva de una sociedad de tolerar resultados ambiguos, articulándose esta voluntad en tres constructos: la orientación a las reglas, la preferencia por la estabilidad laboral y el nivel de estrés tolerable en el ámbito laboral (Rapp et al., 2010). Las culturas con una mayor aversión a la incertidumbre tendrán una mayor preferencia por la estabilidad laboral, tolerarán un menor nivel de estrés en el trabajo y se mostrarán menos

tolerantes con la ambigüedad en las normas al desconfiar de las nuevas ideas o comportamientos, ajustándose a patrones de conductas ya establecidos por el grupo, sirviendo esta conducta para evitar riesgos innecesarios (Dawar et al., 1996).

Según Hofstede et al. (2010; p.191) la dimensión de aversión a la incertidumbre se define como “el grado en que los miembros de una cultura se sienten amenazados por situaciones ambiguas o desconocidas”. Aunque la aversión a la incertidumbre es una experiencia personal, estos sentimientos están compartidos con los miembros de la misma sociedad al ser las respuestas ante la incertidumbre adquiridas y aprendidas del entorno. Estas respuestas ante la incertidumbre se transfieren y refuerzan a través de instituciones básicas como la familia o el Estado (Hofstede et al., 2010).

Haciendo uso de la CCP, Harrison y Li (2008) establecen que las compañías que operan en entornos donde existe una mayor aversión a la incertidumbre tienden a separar las figuras de consejero delegado y CEO. Asimismo, Licht et al. (2005) encontraron que existe una correlación negativa entre la aversión a la incertidumbre y la protección de los derechos de los accionistas. De acuerdo a Li et al (2013) en los países con mayor aversión a la incertidumbre los gerentes incurren en decisiones menos arriesgadas. Según Bae et al. (2012) existe una correlación negativa entre la aversión a la incertidumbre y la protección de los derechos de los accionistas explicada a través de una política de dividendos propensa a retribuir en mayor medida a los accionistas.

Orientación a corto plazo versus largo plazo

La dimensión de orientación a corto plazo versus largo plazo, así como la de ‘indulgencia versus contención’, no se encuentra en el diseño original de la CCP porque bajo la perspectiva de los valores occidentales bajo los que se diseñó la encuesta a los empleados de IBM en 1971 estas dimensiones no resultaban de relevancia, resultando esta dimensión de mayor importancia en el pensamiento oriental enraizado con el confucianismo (Hofstede et al., 2010). Aplicada a un grupo cultural la orientación al largo plazo se referirá a la visión del tiempo de manera holística, valorando igualmente el pasado y el futuro en lugar de priorizar las acciones cuyos efectos se concentren en el presente o en el corto plazo. Así, en las culturas donde la orientación al largo plazo predomine destacarán los valores relacionados con la planificación, la tradición, el esfuerzo, la perseverancia y el beneficio a futuro (Bearden et al., 2006).

Según Hofstede et al. (2010; p.239) esta dimensión define la orientación al largo plazo como “el fomento de las virtudes orientadas hacia las recompensas futuras, en particular la perseverancia y el empeño. Por el contrario, la orientación a corto plazo se representa como la promoción de valores relacionados con el pasado y el presente como son el respeto por las tradiciones o el cumplimiento de las obligaciones sociales”.

Al ser esta dimensión y la dimensión de ‘indulgencia versus contención’ las más recientes dentro de la CCP, existen menos estudios que las hayan incorporado al estudio del gobierno corporativo. No obstante, según Bae et al. (2012) existe una correlación negativa entre la orientación al largo

plazo y la protección de los derechos de los accionistas explicada a través de una política de dividendos propensa a retribuir en mayor medida a los accionistas. Almagtome y Once (2014) también se sirven de la CCP para demostrar una correlación positiva entre la orientación a largo plazo y las políticas de transparencia corporativa en materia medioambiental.

Indulgencia versus contención

El estudio de esta dimensión tiene su origen en dilucidar cómo las diferentes culturas toleran y fomentan la obtención de la felicidad o del bienestar subjetivo, siendo una sociedad indulgente aquella en la que se permite una gratificación relativamente libre del deseo humano de disfrutar y siendo una sociedad restrictiva aquella en que las necesidades de gratificación se suprimen y se regulan a través de normas sociales más estrictas (Réthi, 2012). Relacionada con esta dimensión, otros autores han diferenciado entre sociedades flexibles y sociedades rígidas. En las sociedades flexibles las normas son expresadas a través de un amplio abanico de canales, y el comportamiento que se desvía de la norma se tolera con facilidad. Por el contrario, en las sociedades rígidas el grupo mantiene fuertes valores de organización, formalidad, permanencia, durabilidad y solidaridad dentro del grupo (Gelfand et al., 2011).

De acuerdo a Hofstede et al. (2010; p.281) la indulgencia se define como “la tendencia a permitir la gratificación relativamente libre de los deseos relacionados con el disfrute de la vida. Por el contrario, la contención refleja la convicción de que dicha gratificación debe ser contenida y regulada por normas sociales estrictas”.

Sun et al. (2018) encuentran que la correlación positiva entre desempeño social corporativo y el desempeño financiero corporativo es más débil en los países con una elevada indulgencia de acuerdo a la dimensión cultural de la CCP que en aquellos donde la contención es mayor. Maali y Al-attar (2017) no encuentran evidencias de que el grado de indulgencia de acuerdo a la CCP en un país influya en la transparencia de las empresas en sus prácticas de gobierno corporativo.

El enfoque cultural aplicado al estudio de los códigos de buen gobierno

Aunque en un principio el enfoque cultural analizó el gobierno corporativo a nivel empresa, varios estudios se han valido del enfoque cultural para estudiar la creación de los códigos de buen gobierno (Jørgensen & Sørensen, 2012; Mintz, 2005; Sison, 2000), su legitimación (Şahin, 2015) y su grado de cumplimiento por las empresas (Rejchrt & Higgs, 2015). El enfoque cultural establece que las leyes tienen un antecedente directo en la cultura nacional y que para su correcto funcionamiento, las leyes y los contratos deben basarse en el entendimiento mutuo entre los miembros de una sociedad y que este entendimiento mutuo tiene su origen en una cultura compartida (Licht, 2015). Los códigos de buen gobierno, aunque no constituyen leyes, siguen el mismo proceso por el que un elemento cultural de carácter informal desemboca en el largo plazo en un elemento normativo formal, en este caso en los códigos de buen gobierno (Licht et al., 2005). Así, los valores culturales entendidos como hemos definido anteriormente afectan, en una

cadena de causalidad, al desarrollo de los marcos legislativos en los países en general y de los códigos de buen gobierno en particular.

Partiendo de la CCP, Humphries y Whelan (2017) analizaron la relación entre las características culturales de 55 países y sus códigos de buen gobierno, poniendo el foco en la mención de recomendaciones sobre el género de los miembros de los consejos de administración, independencia del consejo, dualidad entre el CEO y el consejero delegado del consejo de administración y recomendaciones sobre la frecuencia en la celebración de reuniones de los consejos de administración. De acuerdo a su investigación, en aquellos países donde predomina una cultura de distancia de poder, colectivismo, masculinidad y aversión a la incertidumbre, las referencias al establecimiento de cuotas de género en la composición de los consejos de administración son menos frecuentes. Respecto a la independencia del consejo, aquellos países con culturas con mayor distancia de poder, más individualistas, más masculinas y con mayor aversión a la incertidumbre son más proclives a tener códigos de buen gobierno que recomienden una prevalencia de consejeros independientes. Respecto a la dualidad en la figura del CEO y del consejero delegado, ésta es más tolerada en países con una alta distancia de poder; para las otras tres dimensiones culturales no encontraron una correlación significativa. Por último, la frecuencia de reunión del consejo de administración es mencionada en países con alta distancia de poder, masculinidad y aversión a la incertidumbre; no existiendo una correlación significativa entre este requisito de los códigos de buen gobierno y la dimensión cultural que comprende el individualismo. Valiéndose del estudio de la cultura sobre los sistemas de gobierno corporativo, Haxhi y van Ees (2010) establecen que los países con culturas más individualistas desarrollan más códigos de buen gobierno que aquellos países con culturas colectivistas. Además, detectan que en los países con baja distancia de poder las iniciativas en el establecimiento de códigos de buen gobierno vendrá de asociaciones empresariales e inversoras, mientras que en los países con alta distancia de poder estas iniciativas provienen habitualmente de los reguladores.

La hipótesis cultural establece que en los países con una mayor aversión a la incertidumbre existirá una propensión a evitar el conflicto y la competencia por lo que las exigencias de transparencia impuestas por la normativa vigente serán menores que en los países con una menor aversión a la incertidumbre y con una estructura accionarial más dispersa (Licht, 2000, 2015). Es en estos últimos países donde se han implementado marcos regulatorios del gobierno corporativo más estrictos como es el caso de los Estados Unidos, que contrastan con los enfoques más laxos de *comply-or-explain* vigentes en Europa, donde la aversión a la incertidumbre es mayor de acuerdo a la definición de Hofstede (1983).

5.3 La teoría institucional

Antes del surgimiento de la teoría institucional, también llamada neoinstitucionalismo, las teorías organizativas clásicas partían del trabajo de Max Weber en la primera mitad del siglo XX para

explicar que las organizaciones burocratizadas surgen a partir de los principios estructurales de los sistemas de valores colectivos (Nau, 2005) y como respuesta a una mayor necesidad de coordinación ante un entorno de mayor complejidad y de mayor competitividad entre ciudadanos, empresas y estados (Meyer & Rowan, 1977). Las aportaciones de Weber en el estudio de las instituciones y que entroncan con la teoría económica clásica se hacen desde una perspectiva individual, analizando las instituciones no de una manera agregada sino como entidades individuales que se adaptan al entorno desarrollando características diferenciadas respecto al resto de instituciones (Agassi, 1975).

Sin embargo, la teoría institucional moderna descarta que las organizaciones adquieran características diferenciadas para alcanzar un mayor grado de eficiencia ante la mayor competitividad como afirmaba Weber, sino que para sobrevivir las organizaciones se adherirán a unas reglas y creencias predominantes en el entorno en el que operen (Scott, 1987). Por este motivo, las organizaciones tenderán hacia un proceso de homogeneización como respuesta ante un entorno determinado, estableciendo así un vínculo directo y homogéneo entre las instituciones y su entorno (DiMaggio & Powell, 1983). Así es como se produce un viraje en el estudio de las organizaciones, pasando de un enfoque clásico en el que la institución a nivel individual es el centro de la investigación hacia un 'nuevo institucionalismo' en el que las instituciones se estudian de manera agregada, agrupadas según su entorno, al seguir estas instituciones un proceso de isomorfismo (Powell & DiMaggio, 2012; pp.8-9). Este proceso de isomorfismo entre organizaciones puede ser de tres clases: (1) coercitivo, cuando otras instituciones de las que la organización depende imponen su voluntad como es el caso de las normas y regulaciones; (2) mimético, cuando las organizaciones imitan de manera voluntaria a aquellas organizaciones consideradas líderes o aventajadas en un entorno determinado; y (3) normativo, cuando ciertas prácticas se imponen sin necesidad de coacción como es el caso de los estándares o mejores prácticas (DiMaggio & Powell, 1983). En el caso de los códigos de buen gobierno, el proceso de homogeneización institucional será generalmente del tipo normativo ya que por su naturaleza el cumplimiento de los códigos es de carácter voluntario, al seguir los códigos el principio de 'cumplir o explicar'. Sin embargo, como explicamos anteriormente aunque los códigos no tengan el carácter de norma legal sí tienen un carácter normativo al fijar un tercero cuáles son las mejores prácticas que deben seguir las empresas en su gobernanza (Ntim & Soobaroyen, 2013).

Una vez ha quedado establecido que existe un vínculo directo entre las instituciones y su entorno a través del proceso de homogeneización de las instituciones, el siguiente paso será establecer el vínculo entre instituciones y sus estructuras organizativas. Según la teoría institucional la estructura organizativa consistirá en un vehículo moldeado por las instituciones en reacción a las influencias y limitaciones que ejerce el entorno (Scott, 1987). Así, la institucionalización se refiere a este proceso de adaptación de los individuos al entorno a través de la organización en instituciones (Selznick, 2011). En otras palabras, la institucionalización constituye un medio a través del cual se le otorga un valor intrínseco a una estructura o proceso organizativo que, antes de esta institucionalización, solo tenía un valor instrumental. La institucionalización se formula, por tanto, como el proceso social a través del cual los individuos aceptan una definición común de

una realidad social (Scott, 2005) que en el caso del estudio del gobierno corporativo sería la empresa.

Dentro del estudio de la administración y dirección de las empresas, la teoría institucional se ha empleado en varios campos entre los que destacan la estrategia corporativa (De la luz Fernández-Alles & Valle-Cabrera, 2006; Hennart, 1994; Kostova et al., 2008; Washington & Patterson, 2011), la gestión de la cadena de suministros (Glover et al., 2014; Kauppi, 2013; Saldanha et al., 2015; Williams et al., 2009; Zsidisin et al., 2005), la responsabilidad social corporativa (Brammer et al., 2012; Campbell, 2007; Husted & Allen, 2006; Lin & Sheu, 2012), la gestión de los recursos humanos (Björkman et al., 2007; Björkman & Gooderham, 2006; Yang & Konrad, 2011), la mercadotecnia (Webb et al., 2011; Z. Yang & Su, 2014) y la creación de empresas (Bruton et al., 2010; Tolbert et al., 2011).

La teoría institucional aplicada al estudio de los sistemas de gobierno corporativo

La aplicación de la teoría institucional en el estudio del gobierno corporativo tiene su origen en la infrarepresentación de las instituciones en el estudio de la gobernanza por parte de la teoría de agencia, la cual considera al gobierno corporativo como un sistema cerrado en el que propietarios y agentes pugnan por el control de la empresa sin tener en consideración las interdependencias que el entorno ejerce sobre la gobernanza de la empresa (Fligstein & Freeland, 1995).

Si bien en la actualidad existe un elevado consenso en que las instituciones son relevantes en el estudio del gobierno corporativo, incluso entre los partidarios de la teoría de agencia, la comparación entre diferentes entornos institucionales requiere de un marco teórico que sistematice estas características institucionales (Greif, 1998). La principal contribución en este sentido aplicada al estudio del gobierno corporativo es la de Aguilera y Jackson (2003) quienes pretendieron servir de nexo de unión entre la teoría institucional –que según su criterio aporta una visión excesivamente basada en la sociología y poco vinculada al estudio de la empresa - y el estudio de los sistemas de gobierno corporativo a nivel empresa (*firm level*), hasta entonces explicado principalmente por la teoría de agencia y que como hemos explicado anteriormente relega la influencia de las instituciones en la gobernanza de las empresas a un rol menor. Las dimensiones influyentes en los sistemas de gobierno corporativo de acuerdo a la teoría institucional son dirección, capital y trabajo (Aguilera & Jackson, 2003).

La dirección se compone de los *stakeholders* que ocupan las posiciones de liderazgo estratégico en la empresa y que ejercen control sobre sus actividades. La teoría institucional contempla dos dimensiones de la dirección en el análisis de los sistemas de gobierno corporativo: (1) autonomía versus compromiso de los gerentes con la empresa, siendo los gerentes autónomos aquellos que operan con un elevado grado de independencia respecto al resto de *stakeholders* de la empresa, lo que les permite imponer una mayor jerarquía en la toma de decisiones así como tomar decisiones sin considerar los intereses del resto de *stakeholders*; y (2) orientación financiera versus orientación funcional de los gerentes, consistiendo la orientación financiera en una separación

mayor de la gestión estratégica y de la gestión operativa, resultando por el contrario la orientación funcional en una mayor integración de ambas gestiones.

De acuerdo a Aguilera y Jackson (2003), en los países donde la formación de los gerentes sea de tendencia generalista, estos gozarán de mayor independencia y autonomía respecto a la empresa. Por el contrario, en aquellos países donde la tendencia sea a que los gerentes tengan conocimientos más específicos, el compromiso de los gerentes con la empresa será mayor. Respecto a la orientación de los gerentes, en aquellos entornos donde prevalezca la orientación financiera, los gerentes gozarán de mayor independencia y autonomía respecto a la empresa. Por el contrario, en aquellos entornos en los que prevalezca la orientación funcional de los gerentes, el compromiso de estos con la empresa será mayor.

El capital se compone de los accionistas y de aquellos que tienen intereses financieros en la empresa como por ejemplo los prestamistas. De acuerdo a la teoría de agencia el capital se compone de accionistas con funciones homogéneas de retorno y riesgo. Por el contrario, para incorporar al modelo la diversidad dentro de este grupo la teoría institucional incluye en esta dimensión tres aspectos: (1) si el capital persigue intereses financieros o estratégicos, estando este aspecto determinado por la expectativa de obtener una rentabilidad determinada; (2) el grado de liquidez versus compromiso del capital, constituyendo la liquidez un modelo de inversión más diversificado y con menores costes de transacción; y (3) el ejercicio del control a través de la deuda o del capital, en el que los prestamistas poseen un menor control sobre la empresa a cambio de una rentabilidad fija.

Según Aguilera y Jackson (2003), mientras que en los entornos en los que los derechos de propiedad favorecen a los grandes accionistas el capital perseguirá intereses estratégicos, en los países con derechos de propiedad que protegen a los inversores minoristas el capital perseguirá intereses financieros. En segundo lugar, en países con un elevado grado de complejidad en las redes interempresariales, el capital tenderá a perseguir intereses estratégicos a través del compromiso. Sin embargo, en países donde la complejidad de las redes interempresariales sea menor, el capital perseguirá intereses financieros a través de la liquidez. Por último, en los países con sistemas de financiación predominantemente bancaria, el capital tiende a ejercer el control a través de la deuda y el compromiso. Por el contrario, en países con financiación predominantemente de mercado, el capital ejerce el control a través del capital y la liquidez.

El rol del trabajo en el modelo institucional comprende la capacidad de influencia de los trabajadores en la toma de decisiones a nivel corporativo y en el control que estos ejercen sobre los recursos de la empresa. Dentro de esta dimensión se incluyen dos aspectos: (1) el control externo versus las estrategias de participación interna, consistiendo el control externo en situaciones donde las decisiones las toma la dirección de manera autónoma a los empleados -pero donde estos pueden ejercer presión externamente a través de mecanismos de acción colectiva- y las estrategias de participación aquellas que implican la codeterminación de los empleados y la dirección en la toma de decisiones; y (2) habilidades móviles versus habilidades específicas, que reflejará el grado de dependencia de los empleados sobre la empresa, siendo más dependientes

los empleados cuanto más específicas y menos móviles sean sus habilidades en el mercado laboral.

De acuerdo a Aguilera y Jackson (2003), en los países con derechos de representación fuertes de los trabajadores, estos seguirán estrategias de participación interna en las decisiones de la empresa como sucede por ejemplo en los supuestos de codeterminación. Por otro lado, si estos derechos de representación de los trabajadores son más débiles, los trabajadores optarán por estrategias de control externo como sucede con las acciones sindicales. Respecto a las habilidades de los trabajadores, Aguilera y Jackson (2003) determinan que en los países donde predominen las habilidades móviles de los trabajadores, estos seguirán estrategias de participación interna en las decisiones de la empresa. Por el contrario, si las habilidades de los trabajadores son específicas, estos seguirán estrategias de control externo sobre la dirección de la empresa.

Otros autores que han abordado el gobierno corporativo desde la teoría institucional son Jamali et al. (2008) quienes abordan la influencia del entorno institucional en la adhesión de las empresas a los principios de buena gobernanza en los países emergentes y en la convergencia de las prácticas de gobierno corporativo con la responsabilidad social corporativa. De acuerdo a sus hallazgos el entorno institucional potencialmente establece barreras para la convergencia del gobierno corporativo con la responsabilidad social corporativa.

Yoshikawa y Rasheed (2009) analizan la influencia del entorno institucional en la convergencia internacional en las prácticas de gobierno corporativo. Según establecen, frente a la tendencia convergente de los sistemas de gobierno corporativo hacia un estándar internacionalmente aceptado con el objetivo de atraer a los inversores y de proyectar un entorno de confianza para las inversiones, el entorno institucional de cada país actúa como un elemento diferenciador entre países, lo que da lugar a sistemas de gobierno corporativo híbridos entre los estándares internacionales de gobernanza y las características específicas de cada país.

Por otro lado Bruton et al. (2010) emplean la teoría institucional para determinar cómo las instituciones influyen en la calidad de la gobernanza de las empresas de acuerdo a una perspectiva de agencia, estableciendo como criterio para valorar esta calidad la resistencia de los gerentes ante la presentación de ofertas públicas de adquisición. Estos autores establecen que en los países con un entorno legal de *common law* la protección de los derechos de los accionistas es superior a los países civilistas, sin establecer una diferenciación entre los sistemas civilistas francés, alemán o escandinavo.

La teoría institucional aplicada al estudio de los códigos de buen gobierno

Uno de los estudios pioneros en analizar las diferencias de los códigos de buen gobierno desde una perspectiva institucional fue el de Cuervo-Cazurra y Aguilera (2004), quienes analizan la rapidez en la difusión de los códigos de buen gobierno entre países a partir de aspectos institucionales como el sistema legal, la capitalización del mercado bursátil local, protección de los accionistas o el grado de apertura del país al comercio internacional. De acuerdo a su

investigación, en los países con legislación de *common law* y en los países donde se protegen en mayor medida los derechos de propiedad de los accionistas minoritarios, los códigos se difundirán con mayor rapidez que en los países de tradición legal civilista.

Posteriormente, Zattoni y Cuomo (2008) parten de la teoría institucional para analizar las diferencias en la adopción y legitimización de los códigos de buen gobierno por país. Sin embargo, la única institución que se aborda en este estudio es el Estado. De acuerdo a su investigación, la emisión de códigos de buen gobierno en los países de tradición legal civilista –sin distinguir entre los sistemas civilistas francés, alemán o escandinavo- se deben más a propósitos de legitimidad que a la determinación de mejorar las prácticas de gobierno corporativo.

Más recientemente, Haxhi y Aguilera (2017) estudiaron la naturaleza voluntaria, el organismo emisor y el grado de institucionalización de los códigos de buen gobierno. En su investigación establecen que en solitario ninguna dimensión institucional es suficiente para explicar el desarrollo y las características de los códigos de buen gobierno. Así, Haxhi y Aguilera (2017) llegaron a la conclusión de que existen cuatro tipos o modelos de códigos de buen gobierno que se presentan en la tabla 4:

Tabla 4. Modelos de códigos de buen gobierno de acuerdo a las dimensiones institucionales

Modelos de códigos de buen gobierno	Descripción del entorno institucional del país	Efecto en los códigos de buen gobierno
Modelo clásico orientado a los accionistas	Países con financiación predominante de mercado, combinado con relaciones cooperativas entre los trabajadores y los empresarios y con sistemas legales de <i>common law</i> .	Amplia diversidad de emisores de códigos de buen gobierno, una mayor institucionalización de los códigos y un mayor grado de autorregulación en la gobernanza de las empresas.
Modelo híbrido entre Estado y capitalismo	Países con financiación predominante de mercado, combinado con relaciones confrontacionales entre los trabajadores y los empresarios y con sistemas legales civilistas.	Mayor institucionalización de los códigos de buen gobierno.
Modelo de economías mixtas de mercado	Países con financiación predominante bancaria, combinado con una elevada protección de los derechos de los accionistas, relaciones confrontacionales entre los	Mayor grado de autorregulación en la gobernanza de las empresas y una menor emisión de códigos de buen gobierno.

	trabajadores y los empresarios y sistemas legales civilistas.	
Modelo de consenso orientado a los <i>stakeholders</i>	Países con relaciones cooperativas entre los trabajadores y los empresarios y con sistemas legales civilistas.	Menor emisión de códigos de buen gobierno.

Fuente: elaboración propia a partir de Haxhi & Aguilera (2017)

En su investigación Haxhi y Aguilera (2017) fusionaron en una única institución la dirección y el trabajo para analizar la influencia de las instituciones en los códigos de buen gobierno. La justificación se basa en que aunque el trabajo es un aspecto fundamental en un contexto a nivel de empresa, su influencia en la creación de códigos de buen gobierno es mínima debido a que de este proceso de redacción de los códigos se encargan comités de expertos en los que los trabajadores o sus representantes ejercen una influencia residual (Haxhi & Aguilera, 2017). Además, por su relevancia en la creación e implementación de los códigos de buen gobierno Haxhi y Aguilera incluyen al Estado como una institución adicional que hasta entonces quedaba fuera de análisis en el estudio de los sistemas de gobierno corporativo a nivel empresa bajo la teoría institucional.

A continuación analizamos en profundidad cada dimensión que influye en los códigos de buen gobierno de acuerdo al marco teórico institucional desarrollado por Haxhi y Aguilera específicamente para el análisis de los códigos de buen gobierno.

Capital

En la aplicación de la teoría institucional al estudio de los códigos de buen gobierno, por capital se refiere al grupo de *stakeholders* que acumula los derechos de propiedad –accionistas– o que financia a la empresa como los prestatarios, ya sean obligacionistas o entidades financieras. De acuerdo al marco teórico desarrollado por Haxhi y Aguilera (2017) para analizar la influencia del capital en los códigos de buen gobierno intervienen el tipo de financiación predominante y los derechos de propiedad.

Los sistemas financieros influyen en la relación del capital con la firma moldeando las fuentes de financiación y por tanto generando diferentes patrones de control del capital sobre la empresa, pudiendo proceder dicho control de los bancos o de los inversores según el tipo de financiación. Las dos principales alternativas de financiación son bancaria y de mercado. En los países con sistemas financieros basados predominantemente en la financiación bancaria como es el caso de los países de Europa continental, el capital tiende a ejercer control sobre la firma a través de la deuda y del compromiso. Por el contrario, en países con sistemas de financiación basados en el

mercado –principalmente anglosajones– el capital ejerce un control sobre la empresa a través de la participación accionarial y de la liquidez (Aguilera & Jackson, 2003). En los países con sistemas financieros basados en el mercado se estima que los inversores así como las asociaciones empresariales estarán más implicados en el desarrollo de los códigos de buen gobierno, como ocurre en los países con una tradición anglosajona. Por el contrario, aquellos países donde predomina la financiación bancaria el desarrollo de los códigos de buen gobierno recaerá en organismos públicos principalmente (Haxhi & Aguilera, 2017).

Los derechos de propiedad se definen como los mecanismos a través de los cuales los accionistas ejercen el control de la empresa –como son el intercambio de información y los derechos de voto– y cómo este control se compensa con las actuaciones de los gerentes. Según Aguilera y Jackson (2003), en los países con derechos de propiedad que favorecen predominantemente a los grandes accionistas como es el caso de los países con tradición civilista, la dirección tiende a perseguir intereses estratégicos y a ejercer control a través del compromiso ante la dificultad de desprenderse de las acciones en empresas con una estructura de capital altamente concentrada. Por otro lado, en aquellos países con derechos de propiedad que tienden a proteger a los pequeños accionistas –de tradición de *common law*– la dirección tiende a perseguir intereses financieros y a ejercer control a través de la liquidez. Será en estos últimos países donde se ejercerá un mayor escrutinio de la gerencia por parte de los inversores y, por tanto, donde proliferarán códigos de buen gobierno más rigurosos (Haxhi & Aguilera, 2017). De acuerdo a Cuervo-Cazurra y Aguilera (2004) en los países donde se protegen en mayor medida los derechos de los accionistas minoritarios existe una tendencia a la creación de un número mayor de códigos de buen gobierno.

Dirección - Trabajo

De acuerdo a Haxhi y Aguilera (2017) para analizar la influencia de la dirección y del trabajo en el desarrollo de los códigos de buen gobierno el análisis se basa en dos dimensiones que definen la relación de los empleados con el proceso de toma de decisiones en un contexto corporativo: las relaciones entre los trabajadores y los empresarios, y la autoridad de la dirección. De acuerdo a la teoría institucional, las relaciones entre los trabajadores y los empresarios se definen por el grado de cooperación existente entre ambos grupos, siendo esta cooperación mayor en sistemas codeterministas entre los que destaca Alemania, y siendo más confrontacional en aquellas culturas con estilos de dirección más autoritarios como sucede en el Sur de Europa (Haxhi & Aguilera, 2017).

La autoridad de la dirección consiste en la disposición de la dirección en delegar su autoridad a los empleados. En aquellos países donde exista una mentalidad que favorezca un menor autoritarismo de los directivos hacia los empleados los códigos de buen gobierno recogerán disposiciones que fomenten la cooperación entre los directivos y los empleados. En aquellos países donde esta autoridad esté bien vista no se recogerán disposiciones en los códigos de buen gobierno que fomenten la colaboración entre los directivos y los empleados. La naturaleza de la

coordinación existente entre los directivos y los empleados, así como la autoridad que los primeros ejercen sobre los segundos, se reflejará en el desarrollo de los códigos de buen gobierno y en las disposiciones que aborden la aplicación del código, las interacciones entre los diferentes *stakeholders* involucrados en la gobernanza de las empresas así como el consenso existente en la aceptación de las disposiciones recogidas en los códigos de buen gobierno (Haxhi & Aguilera, 2017).

Estado

Si bien el modelo de Haxhi y Aguilera es el primero en abordar la influencia del Estado en los códigos de buen gobierno corporativo dentro de un modelo institucional, la primera teoría que reconoce la influencia del Estado en los sistemas de gobierno corporativo fue la teoría de los sistemas legales. Haxhi y Aguilera (2017) parten de elementos previamente desarrollados por este marco teórico para explicar la influencia del Estado en los códigos de buen gobierno.

De acuerdo a la teoría de los sistemas legales, el mecanismo fundamental para proteger a los inversores externos minoritarios se ejerce a través del marco legal y de la aplicación de estas leyes en la regulación de la gobernanza de las empresas (La Porta et al., 2000). Esta corriente teórica surge en contraposición al enfoque económico clásico al que está adherida la teoría de agencia, que establece que el mercado se autorregula sin la necesidad de la intervención de un ente legal ya que aquellas firmas y equipos directivos donde los derechos de los accionistas se vean vulnerados serán penalizados por el funcionamiento del mercado. Sin embargo, de manera contraria a lo que establece la teoría clásica, la teoría de los sistemas legales sugiere que los inversores no identificarán qué firmas vulneran los derechos de los accionistas minoritarios ya que los inversores dispondrán de menos información que los directivos, por lo que el marco legal vigente en materia de protección de los accionistas será lo que determine la calidad de la gobernanza de las empresas cotizadas en un ámbito jurídico o geográfico determinado (La Porta et al., 2000).

La teoría de los sistemas legales profundiza en las diferencias existentes según el ámbito geográfico en el gobierno corporativo desde un punto de vista legal; tanto en la existencia de estos marcos legales o como en su aplicación por parte de las autoridades competentes. En el mundo anglosajón –Estados Unidos y Reino Unido principalmente– cuentan con empresas cotizadas con estructuras de capital dispersas y que recurren a la financiación a través de los mercados principalmente. Por ello, según establece este marco teórico la legislación existente en estos países pondrá más énfasis en la defensa de los intereses de los accionistas minoritarios y en una mayor transparencia tanto hacia propietarios como hacia prestatarios. Por otro lado, las empresas cotizadas de Europa Continental se caracterizan por tener estructuras de capital concentradas y por recurrir a la financiación bancaria principalmente, lo que de acuerdo a la teoría de los sistemas legales incidirá en la existencia de regulaciones más laxas en lo que a la protección de los accionistas se refiere (La Porta et al., 2000).

Se estima que el nivel de protección para los accionistas minoritarios es superior en aquellos países con legislación anglosajona como es el caso de Estados Unidos o del Reino Unido, que en aquellos países con tradición civilista como sucede en Europa continental. Para aseverar esto, existen dos explicaciones: una judicial y otra de naturaleza política. Desde el punto de vista judicial, las leyes en un sistema de *common law*, vigente en los países de tradición anglosajona, surgen a partir del dictado de los jueces que se basan en la jurisprudencia y en los principios generales. Por el contrario, en los países de tradición civilista las leyes surgen de la legislatura y en este caso los jueces no pueden ir más allá de lo que estrictamente establecen los códigos legales. Esto favorece que en los países de *common law* la legislación sea más proactiva en la defensa de los intereses de los pequeños accionistas que en los marcos civilistas. Bajo un prisma político, en los países de tradición civilista el rol del Estado es mayor en la regulación de los mercados que en los países de *common law*. A medida que la legislación evoluciona, este dominio de los poderes públicos se traduce en una concepción más política de la gran empresa y en una mayor limitación de los derechos de los accionistas minoritarios en detrimento de los grandes propietarios, mejor relacionados con el poder político (La Porta et al., 1999).

Aunque como hemos visto la legislación anglosajona propiciará un nivel de protección de los accionistas minoritarios más elevado, de acuerdo a La Porta et al. (1998) en Europa continental predominará una legislación que valorará predominantemente los intereses no solo de los propietarios como sucede en los países anglosajones, sino también los de otros *stakeholders* como son los trabajadores, los acreedores o las entidades bancarias que financian a estas empresas. De acuerdo a La Porta et al. (2000), el nivel de protección de los accionistas minoritarios afecta a la estructura de propiedad, el desarrollo de los mercados financieros y la distribución de los recursos. Cuando el nivel de protección es bajo, el accionista dominante tendrá un incentivo a controlar la empresa por lo que la concentración accionarial será mayor; cuando el nivel de protección de los accionistas minoritarios es alto, estos accionistas tienen un incentivo a invertir en estos mercados por lo que el desarrollo de los mercados financieros será mayor; por último, el desarrollo de los mercados financieros favorece una ubicación más eficiente de los recursos.

Partiendo de la teoría de los sistemas legales para explicar la dimensión de Estado, Haxhi y Aguilera (2017) se sirven de la tradición legal y de la intervención estatal como factores que afectarán al desarrollo de los códigos de buen gobierno. Para incorporar la tradición legal a su modelo, Haxhi y Aguilera tan solo identifican países con tradición legal *common law* o sin ella, sin hacer distinciones entre aquellos países con tradiciones legales civilistas. Sin embargo dentro de la corriente legal civilista consideramos que hay sensibles diferencias que conviene diferenciar e incorporar a este estudio: civilista francés, civilista germánico y civilista escandinavo (Baptista, 2010; Kyriacou, 2016; La Porta et al., 1998). Existen dos razones por las que de manera mayoritaria los artículos que han abordado los orígenes legales para realizar una comparativa entre países han diferenciado solo entre los países de *common law* y los países con legislación civilista francesa, sin distinguir dentro de la familia civilista a las corrientes germánica y escandinava. En primer lugar se considera que el enfoque civilista más puro y más alejado del enfoque de *common law* es el francés, el cual emana del Código Civil de 1804, también conocido como el Código Napoleónico. Por razones políticas que tienen su origen en la Revolución francesa de 1789, este código legal

perseguía limitar la influencia de los jueces en la relación entre el Estado y los ciudadanos, encajando este enfoque legislativo en el modelo de Estado centralizado e intervencionista en clara contraposición con la tradición legal y política anglosajona, de la cual sí han tomado algunas influencias los códigos legales germánicos y escandinavos (Mahoney, 2001). En segundo lugar la expansión de los enfoques civilistas germánicos y escandinavos ha sido muy inferior al civilista francés y al de *common law* porque al contrario que Reino Unido o Francia, Alemania y los países escandinavos no tuvieron un vasto imperio colonial en el que imponer sus leyes; aquellos países que han adoptado los enfoques civilistas germánico y escandinavo como Japón o China lo han hecho de manera voluntaria (La Porta et al., 2008).

No diferenciar entre las diferentes familias que constituyen la corriente legal civilista excluye del análisis del origen legal de los países matices importantes ya que las diferencias entre las tres subfamilias legales civilistas son importantes. Mientras que como hemos explicado anteriormente la tradición civilista francesa de la que emanan el resto de subfamilias civilistas limita el papel interpretativo que los jueces pueden realizar de la ley al especificar esta los supuestos legales con rigidez, en la tradición civilista escandinava los legisladores se muestran más reacios a anticipar todas las aplicaciones futuras que puedan tener las leyes y otorgan a la judicatura una mayor flexibilidad a la hora de aplicar las leyes a supuestos determinados, razón por la cual se considera que dentro de las tradiciones legales civilistas, la escandinava es la que más se aproxima a la tradición de *common law* (Müller et al., 2010). El enfoque civilista germánico tiene su origen en el código legal alemán de 1897 adoptado tras la unificación de Alemania en 1871. Este enfoque civilista adopta una línea intermedia entre el enfoque francés y el enfoque escandinavo, otorgando a los jueces una mayor capacidad interpretativa de la legislación de la que otorga el modelo francés pero sin alcanzar la libertad que otorga el modelo escandinavo (La Porta et al., 2008). Una particularidad que presenta el enfoque legal civilista germánico y que tiene una importante repercusión en el gobierno corporativo de las empresas cotizadas es la consideración legal de la empresa como una entidad en sí misma –*Unternehmen an sich*–, lo que implica que al alcanzar una importancia económica elevada la empresa perseguirá sus propios objetivos, en los que los intereses de los propietarios y los intereses de otros *stakeholders* como los trabajadores o los reguladores se sitúan en un plano equivalente dando origen al principio de codeterminación de la empresa (Mcgaughey, 2016).

Respecto a la intervención estatal, en esta dimensión se refleja la carga regulatoria sobre la gobernanza de las empresas, entendiendo que esta carga será mayor en los países que prefieren la intervención de los reguladores frente a aquellos que apuestan por la autorregulación por lo que en los países de tradición anglosajona la intervención estatal será por lo general inferior al resto de los países (Haxhi & Aguilera, 2017).

A continuación exponemos en la tabla 5 un resumen con el impacto que ha tenido cada una de las dimensiones culturales e institucionales en el desarrollo de códigos de buen gobierno de acuerdo a la literatura existente.

Tabla 5. Impacto de las dimensiones culturales e institucionales en la elaboración de los códigos de buen gobierno

Dimensiones culturales	Individualismo vs. colectivismo	Las culturas individualistas poseen una mayor tendencia a desarrollar códigos de buen gobierno (Haxhi & van Ees, 2010).
	Distancia de poder	En las culturas con mayor distancia de poder los emisores de los códigos de buen gobierno son los grupos normativos, mientras que en los países con menor distancia de poder los emisores son los grupos coercitivos (Haxhi & van Ees, 2010).
	Masculinidad vs. feminidad	No se han encontrado estudios previos que hayan establecido la influencia de la dimensión de masculinidad en los códigos de buen gobierno.
	Aversión a la incertidumbre	No se han encontrado estudios previos que hayan establecido la influencia de la dimensión de aversión a la incertidumbre en los códigos de buen gobierno.
	Orientación a corto plazo vs. largo plazo	No se han encontrado estudios previos que hayan establecido la influencia de la dimensión de orientación a corto plazo en los códigos de buen gobierno.
	Indulgencia vs. contención	No se han encontrado estudios previos que hayan establecido la influencia de la dimensión de indulgencia en los códigos de buen gobierno.
Dimensiones institucionales	Financiación predominante	<p>Los países con financiación de mercado, combinado con relaciones cooperativas entre trabajadores y empresarios y con sistemas legales de <i>common law</i> tendrán una amplia diversidad de emisores de códigos de buen gobierno, una mayor institucionalización de los códigos y un mayor grado de autorregulación en la gobernanza de las empresas (Haxhi & Aguilera, 2017).</p> <p>Los países con financiación predominante de mercado, combinado con relaciones confrontacionales entre los trabajadores y los empresarios y con sistemas legales civilistas tendrán una mayor institucionalización de los códigos de buen gobierno (Haxhi & Aguilera, 2017).</p> <p>Los países con financiación predominante bancaria, combinado con una elevada protección de los derechos de</p>

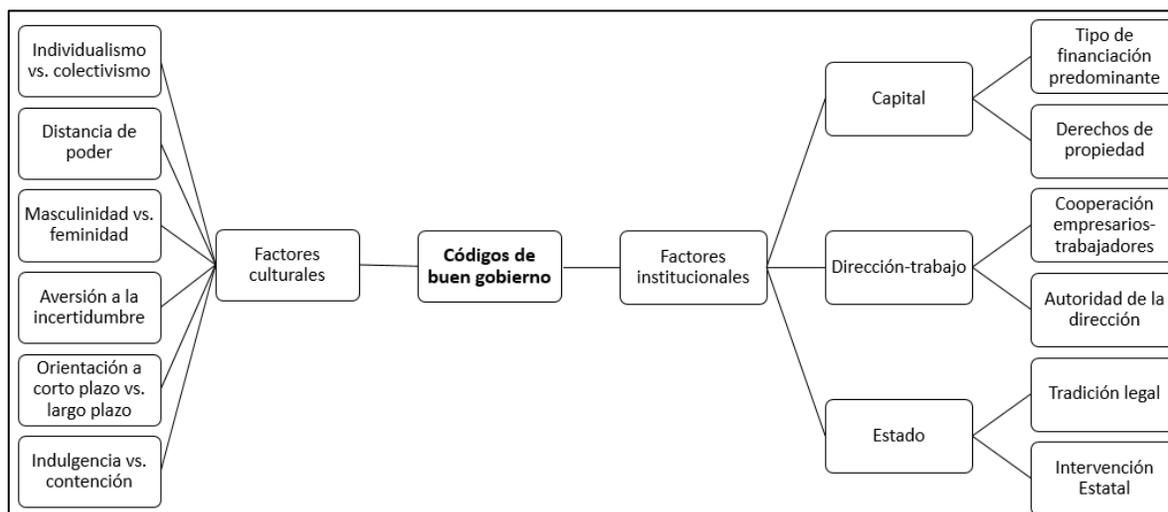
		<p>los accionistas, relaciones confrontacionales entre los trabajadores y los empresarios y con sistemas legales civilistas tendrán un mayor grado de autorregulación en la gobernanza de las empresas y una menor emisión de códigos de buen gobierno (Haxhi & Aguilera, 2017).</p>
	Derechos de propiedad	<p>En los países donde se protegen en mayor medida los derechos de propiedad existe una tendencia a la creación de un número mayor de códigos de buen gobierno (Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004).</p> <p>Los países con financiación predominante bancaria, combinado con una elevada protección de los derechos de los accionistas, relaciones confrontacionales entre los trabajadores y los empresarios y con sistemas legales civilistas tendrán un mayor grado de autorregulación en la gobernanza de las empresas y una menor emisión de códigos de buen gobierno (Haxhi & Aguilera, 2017).</p>
	Cooperación empresarios-trabajadores	<p>Los países con financiación de mercado, combinado con relaciones cooperativas entre trabajadores y empresarios y con sistemas legales de <i>common law</i> tendrán una amplia diversidad de emisores de códigos de buen gobierno, una mayor institucionalización de los códigos y un mayor grado de autorregulación en la gobernanza de las empresas (Haxhi & Aguilera, 2017).</p> <p>Los países con financiación predominante de mercado, combinado con relaciones confrontacionales entre los trabajadores y los empresarios y con sistemas legales civilistas tendrán una mayor institucionalización de los códigos de buen gobierno (Haxhi & Aguilera, 2017).</p> <p>Los países con financiación predominante bancaria, combinado con una elevada protección de los derechos de los accionistas, relaciones confrontacionales entre los trabajadores y los empresarios y con sistemas legales civilistas tendrán un mayor grado de autorregulación en la gobernanza de las empresas y una menor emisión de códigos de buen gobierno (Haxhi & Aguilera, 2017).</p> <p>Los países con relaciones cooperativas entre los trabajadores y los empresarios y con sistemas legales civilistas tendrán una menor emisión de códigos de buen gobierno (Haxhi & Aguilera, 2017).</p>

		gobierno (Haxhi & Aguilera, 2017).
	Autoridad de la dirección	No se han encontrado estudios previos que hayan establecido la influencia de la dimensión de autoridad de la dirección en los códigos de buen gobierno.
	Tradición legal	<p>En los países con legislación de <i>common law</i> los códigos se difundirán con mayor rapidez que en los países civilistas (Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004).</p> <p>La adopción de códigos de buen gobierno en países civilistas se debe más a propósitos de legitimidad que a la determinación de mejorar las prácticas de gobierno corporativo (Zattoni & Cuomo, 2008).</p> <p>Los países con financiación de mercado, combinado con relaciones cooperativas entre trabajadores y empresarios y con sistemas legales de <i>common law</i> tendrán una amplia diversidad de emisores de códigos de buen gobierno, una mayor institucionalización de los códigos y un mayor grado de autorregulación en la gobernanza de las empresas (Haxhi & Aguilera, 2017).</p> <p>Los países con financiación predominante de mercado, combinado con relaciones confrontacionales entre los trabajadores y los empresarios y con sistemas legales civilistas tendrán una mayor institucionalización de los códigos de buen gobierno (Haxhi & Aguilera, 2017).</p> <p>Los países con financiación predominante bancaria, combinado con una elevada protección de los derechos de los accionistas, relaciones confrontacionales entre los trabajadores y los empresarios y con sistemas legales civilistas tendrán un mayor grado de autorregulación en la gobernanza de las empresas y una menor emisión de códigos de buen gobierno (Haxhi & Aguilera, 2017).</p> <p>Los países con relaciones cooperativas entre los trabajadores y los empresarios y con sistemas legales civilistas tendrán una menor emisión de códigos de buen gobierno (Haxhi & Aguilera, 2017).</p>
	Intervención estatal	No se han encontrado estudios previos que hayan establecido la influencia de la dimensión de intervención estatal en los códigos de buen gobierno.

Fuente: Elaboración propia

Concluimos la revisión de la literatura con la presentación de las doce dimensiones culturales e institucionales que influyen en la orientación teórica de los códigos de buen gobierno en la definición de calidad de la gobernanza.

Cuadro 4. Dimensiones influyentes en la orientación teórica de los códigos de buen gobierno



Fuente: Elaboración propia

El marco conceptual que hemos desarrollado anteriormente con la definición de calidad del gobierno corporativo según los principales enfoques teóricos nos sirve para analizar el contenido de los códigos de buen gobierno que componen nuestra muestra y clasificarlos según su alineación con los principios de agencia. A partir de esta clasificación y de las doce dimensiones recogidas en el cuadro 4, construimos el modelo que determina qué aspectos culturales e institucionales influyen en la alineación de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia.

II. Adhesión de los códigos de buen gobierno corporativo a los principios de la teoría de agencia y factores determinantes

1. Metodología

El objetivo planteado en la introducción de la presente tesis doctoral consiste en determinar el grado de alineación de los códigos de buen gobierno vigentes en la actualidad con los principios de agencia en la definición de calidad del gobierno corporativo. Para alcanzar este objetivo, esta investigación tiene un carácter inductivo y exploratorio. Así, a partir de los criterios de alineación teórica desarrollados en el marco conceptual realizamos un análisis cualitativo del contenido de los códigos de buen gobierno que componen la muestra para determinar su grado de alineación con la teoría de agencia. A partir de este análisis cualitativo del contenido de los códigos de buen gobierno, e inspirándonos en la metodología que siguen las métricas de medición del gobierno corporativo analizadas en el marco conceptual, desarrollamos un indicador que refleje y cuantifique dicha alineación. Un segundo objetivo que planteamos en la presente tesis doctoral es determinar qué elementos contextuales influyen en la alineación de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia. Para alcanzar este objetivo desarrollamos un modelo de regresión lineal múltiple de carácter exploratorio que explicamos en la sección del método de investigación.

1.1 Muestra y marco temporal y geográfico del estudio

La muestra con la que hemos trabajado está formada por los códigos de buen gobierno de 50 países, vigentes a 31 de diciembre de 2018. El marco temporal elegido está determinado por la vigencia de los códigos de buen gobierno en el momento de elaboración de la presente tesis doctoral.

Para la elección del alcance geográfico de la muestra, en primer lugar elegimos a los 32 países pertenecientes a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Para pertenecer a esta organización se requiere a los países solicitantes la aplicación de medidas destinadas a asegurar el desarrollo económico sostenible en un entorno de libre mercado y la transparencia en el ámbito empresarial (OECD, 2017), por lo que consideramos relevante la inclusión de los países pertenecientes a la OCDE en nuestro estudio. En este sentido, el estudio de esta tesis doctoral sigue el ejemplo de estudios previos como es el de Haxhi y Aguilera (2017).

Además, precisamente la OCDE ha tenido un rol importante en la proliferación de los códigos de buen gobierno al publicar la primera versión de sus ‘Principios de Gobierno Corporativo’ en 1999. En la última versión de ‘Principios de Gobierno Corporativo’ de 2015, la OCDE aboga por la adhesión de las empresas a los principios recogidos y por la creación de códigos de buen gobierno alineados con estos principios en los países miembros (OECD, 2015). De acuerdo a Cuomo et al. (2016), a partir de la publicación de la primera versión de los ‘Principios de Gobierno Corporativo’ de la OCDE en 1999 el número de códigos de buen gobierno creció de manera notable, pasando de apenas nueve países antes de la publicación a 91 países en 2014.

No obstante, fuera de la OCDE existen importantes economías emergentes como la de China, Brasil o Rusia que también han desarrollado códigos de buen gobierno. Por el desarrollo de los países emergentes de códigos de buen gobierno decidimos ampliar la muestra hasta 50 países incluyendo los 18 países no pertenecientes a la OCDE con un mayor Producto Interior Bruto según el Fondo Monetario Internacional (2019).

Aun cumpliendo con nuestros criterios de inclusión, algunos países no figuran en la muestra porque no tienen un código de buen gobierno o bien los códigos de gobierno que tienen no son de aplicación para todos sectores. Los países que excluimos de la muestra por cumplir con estas características son Israel, Irlanda, Irak, Vietnam y Venezuela. A diciembre de 2018 los países que incluimos en la muestra representan el 97,39 por ciento del Producto Interior Bruto nominal mundial de acuerdo al Fondo Monetario Internacional (IMF, 2019).

En la mayoría de los países que incluyo en la muestra existía más de un código de buen gobierno vigente en el momento de redacción de la presente tesis. El criterio de selección de los códigos de buen gobierno vigentes en cada país ha sido el de su adopción mayoritaria en los mercados de capitales del país respectivo según establece el Instituto Europeo de Gobierno Corporativo (ECGI)⁸. La tabla 6 recoge para cada código de buen gobierno de nuestra muestra el año de su emisión, el organismo emisor y su naturaleza, así como el país de aplicación con su correspondiente PIB nominal en miles de millones de dólares y su contribución al PIB mundial.

Tabla 6. Clasificación de los códigos de buen gobierno de la muestra por organismo emisor y por PIB nominal del país

País	Código de buen gobierno	Año	Organismo emisor	Tipo de organismo	PIB nominal	Proporción sobre PIB mundial
Alemania	German Corporate Governance Code	2015	Regierungskommission	Regulador	4.029,14	5,04%
Arabia Saudita	Corporate Governance Regulations in the Kingdom of Saudi Arabia	2017	Saudi Capital Market Authority	Regulador	769,88	0,96%

⁸ El ECGI es una asociación sin ánimo de lucro fundada en 2002 y cuya misión es “mejorar la gobernanza de las empresas a través de la investigación científica independiente y otras actividades relacionadas”.

Argentina	Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina	2004	Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones	Asociación de empresas e inversores	625,92	0,78%
Australia	Corporate Governance Principles and Recommendations	2014	ASX Corporate Governance Council	Bolsa de valores	1.427,77	1,79%
Austria	Austrian Code of Corporate Governance	2012	Austrian Working Group for Corporate Governance - Federal Ministry of Finance	Regulador	477,67	0,60%
Bélgica	The 2009 Belgian Code on Corporate Governance	2009	Belgian Corporate Governance Committee	Mixto	562,23	0,70%
Brasil	Code of Best Practices of Corporate Governance	2016	Brazilian Institute of Corporate Governance	Asociación de empresas e inversores	1.909,39	2,39%
Canadá	Corporate Governance Guidelines	2013	Canadian Office of the Superintendent of Financial Institutions	Regulador	1.733,71	2,17%
Chile	Norma de Carácter General N°385	2015	Comisión para el Mercado Financiero de Chile	Regulador	280,27	0,35%
China	Provisional Code of Corporate Governance for Securities Companies	2004	China Securities Regulatory Commission	Regulador	13.457,27	16,85%
Colombia	Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para Sociedades	2009	Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio	Asociación de empresas e inversores	327,98	0,41%
Dinamarca	Recommendations on Corporate Governance	2014	Danish Committee on Corporate Governance	Regulador	369,76	0,46%
EAU	Ministerial Resolution No. (518) of 2009 Concerning Governance Rules and Corporate Discipline Standards	2009	United Arab Emirates Ministry of Economy	Regulador	411,83	0,52%
Eslovaquia	Corporate Governance Code for Slovakia	2008	Slovak Association of Corporate Governance	Mixto	111,48	0,14%
Eslovenia	Slovene Corporate Governance Code for Listed Companies	2016	Ljubljana Stock Exchange, Slovenian Directors' Association y Managers' Association of Slovenia	Mixto	56,93	0,07%
España	Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas	2015	CNMV	Regulador	1.437,05	1,80%
Estados Unidos	Corporate Governance Principles For US Listed Companies	2017	Investor Stewardship Group	Asociación de empresas e inversores	20.513,00	25,68%
Estonia	Corporate of Governance Recommendations	2005	Tallinn Stock Exchange y Financial Supervision Authority	Mixto	30,82	0,04%
Finlandia	Finnish Corporate Governance Code	2015	Finnish Securities Market Association	Mixto	289,56	0,36%

Francia	Corporate Governance Code of Listed Corporations	2018	Afep y Medef	Asociación de empresas e inversores	2.794,70	3,50%
Grecia	Hellenic Corporate Governance Code For Listed Companies	2013	Hellenic Corporate Governance Council	Mixto	226,77	0,28%
Hong Kong	Hong Kong Exchange Corporate Governance Code	2004	Stock Exchange of Hong Kong	Bolsa de valores	364,78	0,46%
Hungría	Corporate Governance Recommendations	2012	Corporate Governance Committee of the Budapest Stock Exchange	Bolsa de valores	163,54	0,20%
India	Corporate governance voluntary guidelines	2009	Indian Ministry of Corporate Affairs	Regulador	2.689,99	3,37%
Indonesia	Indonesias's Code of Corporate Governance	2006	Indonesian National Committee on Governance	Regulador	1.005,27	1,26%
Irán	Iranian Code of Corporate Governance	2005	Iran's Securities and Exchange Organization	Regulador	418,87	0,52%
Italia	Code of selfdiscipline	2015	Italian Corporate Governance Committee	Mixto	2.086,91	2,61%
Japón	Japan's Corporate Governance Code Seeking Sustainable Corporate Growth and Increased Corporate Value over the Mid- to Long-Term	2015	Tokyo Stock Exchange	Bolsa de valores	5.070,63	6,35%
Letonia	Principles of Corporate of Governance and Recommendations on their implementation	2010	Nasdaq OMX Riga	Bolsa de valores	35,91	0,04%
Lituania	The Corporate Governance Code for the Companies Listed on NASDAQ OMX Vilnius	2010	Nasdaq OMX Vilnius	Bolsa de valores	54,35	0,07%
Luxemburgo	The 10 Principles of Corporate Governance of the Luxembourg Stock Exchange	2013	Bourse de Luxembourg	Bolsa de valores	72,46	0,09%
Malasia	Malaysian Code on Corporate Governance	2012	Malaysian Securities Commission	Regulador	364,92	0,46%
México	Código de mejores prácticas corporativas	2010	Consejo Coordinador Empresarial de México	Asociación de empresas e inversores	1.199,26	1,50%
Nigeria	National Code of Corporate Governance	2016	Financial Reporting Council of Nigeria	Regulador	408,61	0,51%
Noruega	The Norwegian Code of Practice for Corporate governance	2014	The Norwegian Corporate Governance Board	Mixto	443,25	0,55%
Nueva Zelanda	Corporate governance in New Zealand: Principles and	2004	New Zealand Securities Commission	Regulador	220,89	0,28%

	Guidelines					
Países Bajos	The Dutch Corporate Governance Code	2016	Dutch Monitoring Committee of Corporate Governance	Regulador	909,89	1,14%
Polonia	Best Practice for GPW Listed Companies	2016	GPW Corporate Governance Consultation Committee	Mixto	614,19	0,77%
Portugal	CMVM Corporate Governance Code	2016	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários	Regulador	248,89	0,31%
Reino Unido	The UK Corporate Governance Code	2014	Financial Reporting Council	Organización sin ánimo de lucro	2.808,90	3,52%
República de Sudáfrica	King Code of Governance for South Africa	2009	Institute of Directors in Southern Africa	Asociación de empresas e inversores	370,89	0,46%
República Checa	Corporate Governance Code based on the OECD Principles	2004	Czech Securities Commission	Regulador	251,58	0,32%
República de Corea	Code of Best Practices for Corporate Governance	2003	Korean Committee on Corporate Governance	Mixto	1.655,61	2,07%
Rusia	Russian Code of Corporate Governance	2014	Moscow Stock Exchange	Bolsa de valores	1.719,90	2,15%
Singapur	Code of Corporate Governance	2012	Monetary Authority of Singapore	Regulador	349,70	0,44%
Suecia	The Swedish Corporate Governance Code	2015	The Swedish Corporate Governance Board	Asociación de empresas e inversores	600,77	0,75%
Suiza	Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance	2014	Economiesuisse	Asociación de empresas e inversores	709,12	0,89%
Tailandia	The Principles of Good Corporate Governance for Listed Companies	2012	Stock Exchange of Thailand	Bolsa de valores	483,74	0,61%
Taiwan	Corporate Governance Principles and Recommendations	2014	Taipei Exchange	Bolsa de valores	613,29	0,77%
Turquía	Principles of Corporate Governance	2014	Capital Markets Board of Turkey	Regulador	713,51	0,89%
					77.779,24	97,39%

Fuente: elaboración propia y a partir de ECGI y de IMF (2019)

En la muestra de nuestro estudio existen tres tipos de organismos emisores de los códigos de buen gobierno: reguladores, bolsas de valores y asociaciones de empresas e inversores. De los 50 códigos que componen la muestra, el tipo de organismo emisor más común es el regulador con 20 casos –como por ejemplo sucede en el caso de España con el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas emitido por la Comisión Nacional del Mercado de Valores– y las bolsas de

valores en las que cotizan las principales empresas cotizadas con 10 casos. En estos casos el criterio de selección para nuestra muestra es evidente, al existir un único código al que se deben adherir todas las empresas cotizadas ya sea por mandato del regulador o de la bolsa de valores en la que cotizan. Para los 20 códigos restantes justificamos su elección de acuerdo al criterio general establecido anteriormente, argumentando su condición de código de adopción mayoritaria en los mercados de capitales de cada país respectivo.

En nueve casos los códigos son emitidos por asociaciones de empresas e inversores:

1. En Argentina el “Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina” emitido por el Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones⁹, la mayor asociación del país dedicada al gobierno corporativo con más de un centenar de empresarios asociados.
2. En Brasil el “Code of Best Practices of Corporate Governance” emitido por el *Brazilian Institute of Corporate Governance*¹⁰. De acuerdo al Instituto Europeo de Gobierno Corporativo (ECGI) este código de buen gobierno constituye el único texto de esta naturaleza vigente en el país.
3. En Colombia la “Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para Sociedades” emitida por la Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio, que aglutina a todas las cámaras de comercio del país y constituye la asociación de empresarios más grande de Colombia.
4. En Estados Unidos el “Corporate Governance Principles For US Listed Companies” emitido por el *Investor Stewardship Group*¹¹, la asociación de grandes inversores más grande de los Estados Unidos que agrupa a más de 60 inversores institucionales con inversiones combinadas superiores a los 31 billones de dólares en el mercado bursátil estadounidense.
5. En Francia el “Corporate Governance Code of Listed Corporations” emitido por la Asociación Francesa de Empresas Privadas (AFEP)¹² y el Movimiento de Empresas de Francia (MEDEF)¹³. AFEP aglutina a 115 grupos empresariales franceses que contribuyen al 13 por ciento del Producto Interior Bruto, y MEDEF que constituye la organización empresarial con más miembros de Francia.
6. En México el “Código de mejores prácticas corporativas” emitido por el Consejo Coordinador Empresarial¹⁴. El Consejo Coordinador Empresarial es la mayor asociación de empresarios del país y está integrado por la unión de la Confederación de Cámaras Industriales (Concamin), la Confederación de Cámaras Nacionales de Comercio, Servicios y Turismo (Concanaco), la Confederación Patronal de la República Mexicana (Coparmex), la Asociación Mexicana de Instituciones de Seguros (AMIS), el Consejo Mexicano de Hombres de Negocios (CMHN), el Consejo Nacional Agropecuario (CNA) y la Asociación de Bancos de México (ABM).

⁹ <http://www.iago.org.ar/iago/> - Consultado el 8 de abril de 2019

¹⁰ <https://www.ibgc.org.br/the-ibgc/the-ibgc> - Consultado el 8 de abril de 2019

¹¹ <https://www.isgframework.org> - Consultado el 8 de abril de 2019

¹² <http://www.afep.com/afep/> - Consultado el 8 de abril de 2019

¹³ <https://www.medef.com/es/quienes-somos> - Consultado el 8 de abril de 2019

¹⁴ <https://www.cce.org.mx> - Consultado el 8 de abril de 2019

7. En la República de Sudáfrica el *“King Code of Governance for South Africa”* emitido por el *Institute of Directors in Southern Africa*¹⁵. De acuerdo al Instituto Europeo de Gobierno Corporativo (ECGI) este código de buen gobierno constituye el único texto de esta naturaleza vigente en el país.
8. En Suecia *“The Swedish Corporate Governance Code”* emitido por *The Swedish Corporate Governance Board*¹⁶. De acuerdo al Instituto Europeo de Gobierno Corporativo (ECGI) este código de buen gobierno constituye el único texto de esta naturaleza vigente en el país.
9. En Suiza el *“Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance”* emitido por *Economiesuisse*¹⁷, la mayor asociación de empresas del país que agrupa a un total de 100.000 compañías aproximadamente.

Finalmente, en once casos los códigos de buen gobierno están redactados por organismos mixtos que detallo a continuación:

1. En Bélgica el *“2009 Belgian Code on Corporate Governance”* emitido por el *Corporate Governance Committee*¹⁸, una fundación privada creada por la Comisión de Banca, Finanzas y Seguros (FSMA), la Federación de Empresas de Bélgica (FEB) y la Bolsa de Bruselas.
2. En Eslovaquia el *“Corporate Governance Code for Slovakia”* emitido por la *Slovak Association of Corporate Governance*. De acuerdo a la ley 431/2002 este código, conjuntamente aprobado por la junta directiva de la Bolsa de Bratislava y por el Banco Nacional de Eslovaquia, es de aplicación a todas las compañías cotizadas en la Bolsa de Bratislava¹⁹.
3. En Eslovenia el *“Slovene Corporate Governance Code for Listed Companies”* emitido conjuntamente por la Bolsa de Ljubljana, la Asociación de Directivos Eslovenos y la Asociación de Empresarios de Eslovenia.
4. En Estonia las *“Corporate of Governance Recommendations”* emitidas conjuntamente por la Bolsa de Tallin y la Autoridad de Supervisión Financiera.
5. En Finlandia el *“Finnish Corporate Governance Code”* emitido por la *Securities Market Association*²⁰, un organismo establecido en 2006 por la Confederación de Empresas Finlandesas, la Cámara de Comercio de Finlandia y la Bolsa de Helsinki.
6. En Grecia el *“Hellenic Corporate Governance Code For Listed Companies”* emitido por el *Hellenic Corporate Governance Council*²¹, una iniciativa conjunta de la Bolsa de Atenas y la Federación de Empresas de Grecia.

¹⁵ <https://www.iodsa.co.za/> - Consultado el 8 de abril de 2019

¹⁶ <http://www.corporategovernanceboard.se/about-the-board> - Consultado el 8 de abril de 2019

¹⁷ <https://www.economiesuisse.ch/en/organization> - Consultado el 8 de abril de 2019

¹⁸ <https://www.corporategovernancecommittee.be/en/about-committee> - Consultado el 8 de abril de 2019

¹⁹ <http://sacg.sk/about-us/history/?lang=en> - Consultado el 8 de abril de 2019

²⁰ <https://cgfinland.fi/en/securities-market-association/> - Consultado el 8 de abril de 2019

²¹ <http://www.helex.gr/esed> - Consultado el 8 de abril de 2019

7. En Italia el “*Code of selfdiscipline*” emitido por el *Italian Corporate Governance Committee*²², una iniciativa conjunta de las asociaciones de inversores ABI, ANIA, Assonime, Confindustria y Assogestion y de la Bolsa de Milán.
8. En Noruega el “*Norwegian Code of Practice for Corporate Governance*” emitido por *The Norwegian Corporate Governance Board*²³, un organismo constituido por el Instituto Noruego de Contables, el Foro de Inversores Institucionales, la Sociedad Noruega de Analistas Financieros, la Asociación Noruega de Fondos de Pensiones, la Confederación de Empresas Noruegas, la Asociación Noruega de Fondos Mutuos y la Bolsa de Oslo.
9. En Polonia el “*Best Practice for GPW Listed Companies*” emitido por el *GPW Corporate Governance Consultation Committee*²⁴, un organismo constituido por la Autoridad Polaca de Supervisión Financiera (KNF), la Asociación de Inversores Individuales (SII), la Asociación de Compañías Cotizadas (SEG), la Asociación de Fondos de Pensiones (IGTE) y el Instituto Polaco de Empresarios (PID).
10. En la República de Corea el “*Code of Best Practices for Corporate Governance*” emitido por el *Committee on Corporate Governance*, un organismo constituido por la Bolsa de Valores de Corea, la Asociación de Operadores de Bolsa de Corea, la Asociación de Compañías Cotizadas de Corea, la Asociación de Firmas de Inversión de Corea, la Bolsa de Valores *Kosdaq* y la Asociación de Empresas Cotizadas en el *Kosdaq*.
11. En el Reino Unido el “*UK Corporate Governance Code*” emitido por el Financial Reporting Council (FRC). El FRC es el organismo regulador de los auditores, contables y actuarios británicos. El FRC es un regulador independiente del gobierno que por ley se financia gracias a las aportaciones obligatorias de las empresas auditoras y de otras organizaciones que se beneficien de los códigos y las regulaciones del FRC²⁵.

1.2 Método de investigación

En la revisión del marco conceptual abordamos el problema de la interpretación del concepto de calidad del gobierno corporativo de acuerdo a los diferentes enfoques teóricos existentes y expusimos las limitaciones que presenta la teoría de agencia en dicha definición como enfoque teórico dominante. Para cuantificar el impacto de este enfoque teórico en la definición de calidad de la gobernanza de cada código de buen gobierno objeto de estudio desarrollamos un indicador del grado de alineación de los marcos regulatorios con los principios de agencia. Este indicador se fundamenta en los criterios de calidad de la teoría de agencia que expusimos en el marco

²² <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/homepage/homepage.en.htm> - Consultado el 8 de abril de 2019

²³ <http://nues.no/about-nues/> - Consultado el 8 de abril de 2019

²⁴ <https://www.gpw.pl/best-practice> - Consultado el 8 de abril de 2019

²⁵ <https://www.frc.org.uk/about-the-frc/> - Consultado el 8 de abril de 2019

conceptual y que sintetizamos en la tabla 7. El cálculo de este indicador nos permite responder a la pregunta de investigación que formula la presente tesis doctoral.

En una segunda instancia, a partir del cálculo de este indicador y de las doce dimensiones culturales e institucionales que influyen en la configuración de los códigos de buen gobierno como ha quedado reflejado en el marco conceptual desarrollado anteriormente, desarrollamos un modelo de naturaleza cuantitativa con el objetivo de responder a la cuestión sobre qué elementos influyen en la alineación de los códigos con los principios de agencia.

1.2.1 Análisis del contenido de los códigos de buen gobierno respecto de su alineación con la teoría de agencia

Aunque anteriormente se han realizado varios estudios empíricos que han realizado una comparativa internacional de los códigos de buen gobierno, la mayoría de estos estudios han abordado el cumplimiento de los códigos a nivel empresa. El rango de estudios empíricos que han realizado una comparativa a nivel país entre los códigos de buen gobierno es bastante más reducido, y lo han hecho abordando en la mayoría de estos casos la difusión y convergencia de los códigos (Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004; Enrione et al., 2006; Zattoni & Cuomo, 2008), su aplicación (Cuervo-Cazurra, 2002) y el contenido recogido en los códigos (Cicon et al., 2012; Collier & Zaman, 2005; Hermes et al., 2006; Heugens & Otten, 2007). De acuerdo a Cuomo et al. (2016) solo una cuarta parte de los estudios comparativos de códigos de buen gobierno a nivel país se valen de metodologías cuantitativas y, dentro de estos, tan solo un estudio se realiza a partir de una muestra longitudinal: el estudio llevado a cabo por Cicon et al. (2012). Este estudio se vale del análisis semántico latente (en adelante ASL) para catalogar los códigos de buen gobierno según su contenido, sin embargo no analiza los códigos de acuerdo a cada disposición sino que realiza un análisis de los temas que los códigos abarcan. Aunque el ASL está considerado como un método válido para entender la estructura temática de un texto determinado a partir de una serie de palabras clave previamente definidas (Evangelopoulos et al., 2012), presenta importantes limitaciones para analizar textos a un nivel más desagregado debido a su incapacidad para percibir el cambio de significado derivado a partir de las diferencias en el orden de las palabras (Landauer et al., 1997). Así, existen disposiciones enteras recogidas en los códigos de buen gobierno que podrían ser interpretadas erróneamente empleando solamente el ASL ya que, como veremos en los criterios de alineación de las disposiciones en los códigos de buen gobierno por áreas temáticas, existen varias áreas temáticas recogidas en los códigos de buen gobierno que se prestan a diferentes interpretaciones según su orientación teórica, como por ejemplo la independencia del consejo, la dualidad CEO-consejero o el tamaño del consejo. El análisis ASL no es capaz de discernir la orientación teórica de aquellas áreas temáticas de los códigos de buen gobierno susceptibles de tener más de una interpretación, por lo que resulta necesario que el

investigador realice un análisis de cada disposición para determinar el grado de alineación de los códigos de buen gobierno con el enfoque de agencia.

La clasificación de las disposiciones recogidas en los códigos de buen gobierno según su alineación a los principios de agencia no deja de ser un campo experimental y altamente desagregado para el que la presente tesis doctoral pretende hacer una contribución. Aunque como explicamos más adelante hemos sistematizado la clasificación de las disposiciones según su alineación teórica siguiendo unos criterios preestablecidos (véase tabla 7), a menudo la línea que delimita esta alineación de las disposiciones de buen gobierno con los principios de agencia resulta ser muy difusa y requiere una evaluación cualitativa por parte del investigador que va más allá de un conjunto de palabras clave y que un programa de análisis de texto automatizado no es capaz de llevar a cabo de manera satisfactoria. En otras palabras, el ASL resultaría de utilidad si el objetivo de este estudio fuera categorizar los códigos de buen gobierno según su mayor o menor exposición a ciertas áreas temáticas (dualidad del CEO, independencia del consejo, creación de comisiones, etc.) como ya hicieron Cicon et al. (2012), pero no resulta de utilidad para analizar sus grados de alineación con los principios de agencia ya que para ello es necesario realizar una evaluación cualitativa de las implicaciones de cada una de las disposiciones a nivel individual.

Descartada esta metodología, el método elegido es el del análisis cualitativo de contenido (en adelante ACC). El ACC consiste en la codificación sistemática utilizada para explorar altas cantidades de información textual de manera no intrusiva para determinar tendencias y estructuras (Vaismoradi et al., 2013). En palabras de Weber (1990) “el ACC va más allá de meramente contar palabras para examinar el lenguaje intensamente con el objetivo de clasificar grandes cantidades de texto en un número eficiente de categorías que representan significados similares”. Hsieh y Shannon (2005) identifican tres tipos de ACC:

- Convencional: se utiliza generalmente cuando la teoría existente es limitada, por lo que en lugar de clasificar el texto de acuerdo a categorías previamente establecidas los investigadores permiten que las categorías surjan a partir de la información analizada.
- Dirigido: se utiliza cuando existe una teoría para describir el fenómeno objeto de estudio. A partir de la teoría existente, el investigador establece *a priori* las categorías que utilizará para clasificar la información a partir de los textos analizados.
- Sumativo: se realiza a partir de la identificación y cuantificación de ciertas palabras o contenidos en el texto. A continuación, el investigador investiga cualitativamente el significado subyacente a partir de esta información.

En este caso realizamos un ACC dirigido ya que nuestro objetivo es clasificar las disposiciones de los códigos de buen gobierno a partir de dos categorías –agencia o no agencia– establecidas de antemano a partir del marco conceptual de esta tesis doctoral. De acuerdo a Elo y Kyngäs (2008) el ACC sigue el siguiente proceso:

- Preparación: sumergirse en la información y dotarla de un sentido, seleccionando la unidad de análisis.

- Organización: organización del texto a través de la generación de categorías y subcategorías
- *Reporting*: Reportar el proceso de análisis y los resultados a través de modelos y sistemas conceptuales.

Siguiendo este proceso, en primer lugar seleccionamos la unidad de análisis que en este caso son las disposiciones. Por tanto, el ACC que llevamos a cabo consiste en el análisis individual de cada una de las disposiciones que componen los códigos de buen gobierno. Para la organización del texto establecemos dos categorías: disposiciones de agencia y disposiciones de no agencia. A continuación detallamos en la tabla 7 los criterios de adhesión a los principios de agencia de las disposiciones de los códigos de buen gobierno.

Tabla 7. Criterios de adhesión a los principios de agencia de las disposiciones en los códigos de buen gobierno por áreas temáticas

Criterios de agencia
<ul style="list-style-type: none"> - El incremento del número de consejeros no ejecutivos e independientes, abordándose esta independencia como un elemento orientado a reducir los costes de agencia. - La separación de los roles de CEO y de consejero delegado como elemento de minimización de los costes de agencia. - La creación de comités de auditoría, remuneración y nominación compuestos por consejeros no ejecutivos. - La existencia de una relación directa entre un mayor tamaño del consejo con una mayor independencia. - La retribución variable de los directivos en opciones sobre acciones como mecanismo para reducir los costes de agencia. - Una relación inversa entre el grado de ocupación de los consejeros y su desempeño. - Garantizar un flujo de información constante y transparente entre dirección y propiedad como mecanismo para reducir los costes de agencia y maximizar el valor de la empresa. - Evitar los conflictos de interés con el objetivo de alinear los objetivos de los agentes con los objetivos de los propietarios. - Proteger los derechos de los accionistas como mecanismo para minimizar los costes de agencia y maximizar el valor de la empresa. - Cualquier otra disposición encaminada a la reducción de los costes de agencia

Fuente: Elaboración propia

El criterio general para clasificar la orientación teórica de cada disposición de los 50 códigos de buen gobierno que componen la muestra de este estudio se establece a partir de las definiciones de calidad del gobierno corporativo expuestas en el marco conceptual de la presente tesis doctoral. Así, el criterio general para considerar que una disposición se alinea con el criterio de agencia queda determinado cuando en la disposición se aborden las estructuras y políticas formales que minimizan los costes de agencia. De acuerdo al marco conceptual desarrollado, también consideramos alineadas con la teoría de agencia aquellas disposiciones que se adhieren a los enfoques complementarios a la teoría de agencia como la teoría de *stewardship* o el *managerial power approach* ya que estos enfoques teóricos adolecen de las mismas carencias que la teoría de agencia tanto en un plano conceptual –al poseer estos enfoques teóricos una naturaleza universalista, lo que les impide capturar de manera holística la complejidad del gobierno corporativo– como en un plano metodológico –porque también establecen un vínculo directo entre gobierno corporativo y desempeño de la empresa, lo que supone un problema de endogeneidad como explicamos en la revisión de la literatura.

Por el contrario, las disposiciones que no se ajusten a los criterios clásicos de agencia o de las teorías complementarias a la agencia las clasificamos como de no agencia. Partiendo del marco conceptual de la tesis doctoral, a continuación, establecemos los criterios específicos para determinar la alineación teórica de las disposiciones recogidas en los códigos de buen gobierno.

Consideramos de agencia aquellas disposiciones relacionadas con la independencia del consejo cuando están dirigidas a reducir los costes de agencia. En los índices de agencia que analizamos en la revisión del marco conceptual la independencia formal de los consejeros se considera como un elemento que reduce estos costes de agencia y que por tanto aumenta la calidad de la gobernanza (Bebchuk et al., 2005; Brown & Caylor, 2006; Gompers et al., 2003). Por el contrario, consideramos de no agencia aquellas disposiciones que abordan la independencia del consejo no desde un punto de vista formal, sino como un aspecto influyente en el funcionamiento interno del consejo al aportar los consejeros independientes sus capacidades, su red de contactos y una visión más amplia del negocio en las deliberaciones del consejo (Bainbridge, 2008; Laster, 2012; Minichilli et al., 2012; Morck, 2008; Westphal & Bednar, 2005).

Consideramos de agencia aquellas disposiciones que abordan la dualidad del CEO-consejero delegado desde una perspectiva de la lucha de poder entre el CEO y el consejo, afectando dicha dualidad negativamente a la calidad de la gobernanza y al desempeño de la empresa (Boyd, 1995). Por el contrario, cuando la dualidad se aborda como un elemento que influye en el funcionamiento interno del consejo y cuando se aborda cómo la dualidad afecta en la capacidad de los consejeros para desempeñar sus funciones consideramos estas disposiciones de no agencia (Morck, 2008; Tuggle et al., 2010).

Se adhieren a los criterios de agencia las disposiciones relacionadas con la creación de comités de auditoría, remuneración y nominación cuando se refieren a su composición por consejeros no ejecutivos y vinculan la independencia de estos comités con las funciones de control y retribución

de la gerencia (Daily et al., 1998; Klein, 2002). Por el contrario, aquellas disposiciones que abordan el funcionamiento interno de los comités de auditoría, remuneración y nominación y la capacidad de sus miembros para desempeñar sus funciones las consideramos de no agencia (Beasley et al., 2009; Clune et al., 2014; Hermanson et al., 2012).

El tamaño del consejo se ha abordado desde la perspectiva de agencia para explicar tanto la calidad de la gobernanza como el valor de la empresa, siendo los consejos de administración más grandes más independientes y por tanto mejores de acuerdo a la definición de calidad del gobierno corporativo por parte del enfoque de agencia (Boone et al., 2007; Brown & Caylor, 2006; Coles et al., 2008; Yermack, 1996). Por tanto, consideramos que las disposiciones que abordan el tamaño del consejo de acuerdo a este criterio se adhieren a la perspectiva de agencia.

Por otro lado, de acuerdo al enfoque conductista en el caso del tamaño del consejo los consejos de administración más grandes tienden a perjudicar el desempeño del consejo porque en los grupos más grandes las situaciones conflictivas tienen más posibilidades de surgir y la sociabilidad de disminuir (Coles et al., 2008; Forbes & Milliken, 1999; Lipton & Lorsch, 1992). Por tanto, consideramos aquellas disposiciones que abordan cómo el tamaño del consejo influye en el funcionamiento interno del consejo de administración como disposiciones de no agencia.

La retribución variable de los directivos en opciones sobre acciones se ha abordado desde una perspectiva de agencia como un mecanismo para alinear los objetivos de los directivos con los objetivos de los propietarios (Jensen & Murphy, 1990). Por tanto, consideramos adheridas a los criterios de agencia aquellas disposiciones recogidas en los códigos de buen gobierno que abordan la retribución variable para tal fin.

La literatura ha vinculado el grado de ocupación de los consejeros, medida esta ocupación por el número de consejos a los que los consejeros pertenecen, con un peor desempeño de los miembros del consejo y con un peor desempeño de la empresa (Cashman et al., 2012; Fich & Shivdasani, 2006). Por tanto, consideramos que aquellas disposiciones que cumplen con estas características se adhieren al enfoque de agencia.

Uno de los fundamentos teóricos del enfoque de agencia es la asimetría de información entre directivos y propietarios (Jensen & Meckling, 1976). Por tanto, consideramos adheridas a la teoría de agencia aquellas disposiciones destinadas a promover un flujo de información constante y transparente entre dirección y propiedad.

Las disposiciones dirigidas a evitar los conflictos de interés de los directivos que supongan una desalineación de los objetivos de estos con los objetivos de los propietarios se abordan desde el enfoque de agencia (Jensen & Murphy, 1990).

Las recomendaciones que aborden la protección de los derechos de los accionistas como por ejemplo la participación en las juntas generales de accionistas en igualdad de condiciones o el derecho al voto con el objetivo de minimizar los costes de agencia y maximizar el valor de la empresa las consideramos adheridas al enfoque clásico de agencia (Gompers et al., 2009).

De acuerdo al enfoque conductista –que como establecimos en la revisión del marco conceptual es alternativo a la teoría de agencia– la frecuencia en la celebración de reuniones del consejo de administración y la asistencia de los consejeros en las mismas determinan el desempeño del consejo (Forbes & Milliken, 1999; Minichilli et al., 2012; Sundaramurthy & Lewis, 2003). Por tanto, aquellas disposiciones recogidas en los códigos de buen gobierno y que aborden estos aspectos las consideramos como de no agencia.

De acuerdo a la perspectiva conductista la diversidad de género incrementa la efectividad de la tarea de control del consejo debido a que las consejeras cumplen esta tarea con mayor eficiencia por su mayor inteligencia emocional y por una inclinación ética que les permite pensar críticamente y expresar su oposición a ciertas acciones y decisiones del equipo directivo (Adams & Ferreira, 2009; Groysberg & Bell, 2013; Kang & Payal, 2012). La diversidad de género también incrementa la calidad de la gobernanza en la formulación estratégica de la empresa al incrementarse el *know-how* del consejo gracias a la creatividad y a la aportación de ideas diferentes y nuevas a las discusiones del consejo por parte de las consejeras (Ees et al., 2009; Fondas, 2000; Huse et al., 2007; Mathisen et al., 2012; Matsa & Miller, 2013). Por tanto, consideramos de no agencia todas las disposiciones que abordan la diversidad de género del consejo bajo esta perspectiva. Asimismo, la diversidad del *background* de los consejeros también incrementa la efectividad del consejo de acuerdo al enfoque conductista. Los consejeros de más edad aportan más experiencia, *know-how*, sabiduría y una red de contactos más extensa que contribuye a proporcionar un mejor asesoramiento en el diseño de la estrategia corporativa (Kramer, 2011; Shaw, 2011). Por otro lado, la diversidad en la formación de los consejeros también favorece la realización de la tarea de asesoramiento porque fomenta el *know-how* y enriquece las discusiones internas del consejo (Errity & Stuckey, 2012; Maharaj, 2008; Forbes & Milliken, 1999). Todas las disposiciones que cumplan estas características las consideramos de no agencia.

Las disposiciones en las que se aborden los intereses del resto de *stakeholders* en la gobernanza de las empresas, más allá del enfoque clásico de agencia en el que la problemática del gobierno corporativo se limita a la relación entre principal y agente, las consideramos como de no agencia.

Para reportar la información cualitativa extraída mediante en ACC, hemos utilizado el sistema de los índices de medición de la calidad del gobierno corporativo desarrollados tanto por los académicos como por los *practitioners* (ver revisión de la literatura) con el propósito de dotar al *reporting* de los resultados del ACC de un sistema empleado en investigaciones precedentes y por el que cada elemento se evalúa por separado y se le otorga un valor de acuerdo a una escala que puede consistir en dos (escala dicotómica) o más valores. Aunque en la revisión del marco conceptual hemos mostrado nuestros recelos sobre las conclusiones que alcanzan estos índices basados en la teoría de agencia, nuestras críticas se centran en las bases conceptuales de los índices y no así en la metodología de puntuación que siguen, de la cual nos valdremos para crear un índice que cuantifique el grado de influencia de la teoría de agencia en los códigos de buen gobierno. Al igual que en el caso de los índices de agencia, la principal ventaja que presenta esta

metodología de puntuación en formato “*checklist*” es su transparencia, lo que le permite ser replicada con facilidad por otros investigadores. No obstante, esta metodología de puntuación no está exenta de limitaciones: mientras que estos índices de buen gobierno basados en la teoría de agencia buscan evaluar la calidad de la gobernanza de las empresas, nuestro indicador busca medir el grado de alineación en el espíritu de la norma de los códigos de buen gobierno con la teoría de agencia. Por este motivo, queremos incidir en que nuestra metodología se nutrirá solamente del sistema de puntuación empleado por los académicos en el desarrollo de los índices de calidad del gobierno corporativo basados en la teoría de agencia, descartando el resto de bases conceptuales y metodológicas.

Este método de análisis de textos se ha utilizado anteriormente en el estudio de la gobernanza de las empresas. Silberhorn y Warren (2007) emplean el ACC para analizar el contenido en materia de responsabilidad social corporativa de las páginas web de 40 compañías cotizadas del Reino Unido y de Alemania. Los principales hallazgos que alcanzan es que la responsabilidad social corporativa se integra dentro de la estrategia general de las empresas debido a las presiones de los *stakeholders* y por consideraciones relacionadas con el desempeño corporativo.

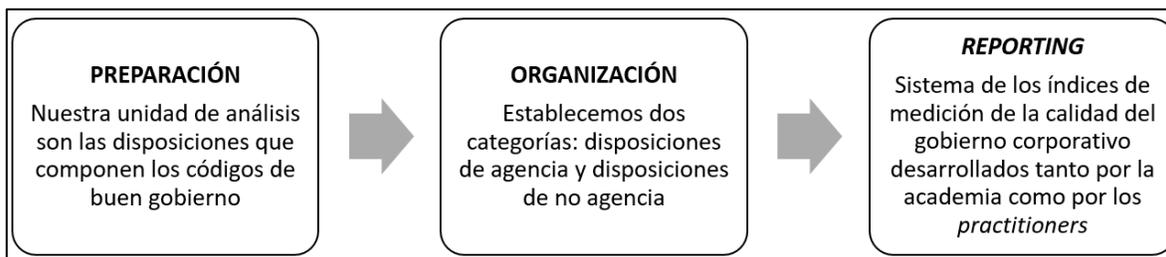
Spitzeck et al. (2011) utilizan el ACC para analizar y categorizar 51 cuestionarios respondidos por directivos de empresas recogidas en el Índice de Responsabilidad Corporativa del Reino Unido. De acuerdo a los resultados obtenidos por autores, las empresas recogidas en este índice involucran a los *stakeholders* en la identificación de los riesgos que afrontan las empresas, el desarrollo de políticas destinadas a mejorar la calidad de la gobernanza y el desarrollo de indicadores de desempeño de gobernanza.

Salvioni et al. (2016) emplean el ACC para analizar los informes de gobernanza de cinco empresas cotizadas pertenecientes al índice Global 100 con el objetivo de determinar la influencia de la sostenibilidad en los sistemas de gobierno corporativo de las compañías analizadas. De acuerdo a su investigación, las políticas orientadas a garantizar la sostenibilidad responden a características culturales compartidas por las compañías objeto de estudio y no depende de las características particulares de los sistemas de gobierno corporativo.

Por último, Chang (2018) se sirve del ACC de los informes de gobernanza de las empresas cotizadas en Nueva Zelanda para analizar el grado de cumplimiento del código de buen gobierno vigente en el país según las áreas temáticas del código, observando que el cumplimiento es mayor en las disposiciones relacionadas con la composición del consejo y de los comités que lo componen; y menor en aquellas disposiciones más costosas de implementar o cuando la exigencia consiste en revelar información sensible como la remuneración de los directivos.

En el cuadro 5 resumimos el proceso que hemos seguido en el ACC de los códigos de buen gobierno que componen la muestra.

Cuadro 5. Proceso del análisis cualitativo de contenido de los códigos de buen gobierno



Fuente: elaboración propia a partir de Elo & Kyngäs (2008)

Cálculo de la variable dependiente

Para calcular el indicador de alineación con los principios de agencia que denominamos Índice del Grado de Alineación con los Principios de Agencia –en adelante Índice GAPA– hemos asignado a cada disposición de los códigos que componen la muestra, de acuerdo a los criterios de alineación explicados anteriormente y especificados en la tabla 7, los dos siguientes valores: 1 cuando la disposición se alinee con los principios de agencia y 0 cuando la disposición no se alinee con los principios de agencia.

Con cierta frecuencia sucede que una disposición engloba varios aspectos del gobierno corporativo que pueden diferir en su alineación con los principios de agencia. En este caso hemos dividido la disposición según los aspectos de gobierno corporativo que regule y le otorgamos a cada uno de estos aspectos la valoración correspondiente. Para cada disposición se recoge en el anexo 2 una explicación estipulando por qué cada disposición toma un valor determinado.

Calculamos la proporción de disposiciones que se alinean con los principios de agencia dividiendo el número de estas disposiciones o partes de disposiciones entre el número total de disposiciones o partes de disposiciones que computan en el cálculo en cada código y multiplicaremos esta proporción por cien, por lo que este indicador obtendrá un valor que oscilará entre 0 y 100.

$$\text{Índice GAPA} = \frac{\text{Número de disposiciones de agencia}}{\text{Número total de disposiciones}} \times 100$$

1.2.2 Análisis del impacto de las dimensiones culturales e institucionales en el espíritu de la norma de los códigos de buen gobierno

Para determinar la influencia de las dimensiones culturales e institucionales en la alineación de los códigos de buen gobierno con el enfoque de agencia hemos construido un modelo de regresión lineal múltiple de carácter exploratorio. En este modelo pretendemos encontrar relaciones de

causalidad entre las variables independientes y la variable dependiente, pero por su carácter exploratorio con este modelo no pretendemos realizar ninguna predicción sobre estas relaciones. Para el cálculo del modelo de regresión lineal múltiple hemos utilizado el programa SPSS en su versión 15.0 para Windows.

Varios autores han acreditado empíricamente la existencia de correlación entre las variables culturales e institucionales en estudios comparativos de carácter internacional (Aggarwall & Goodell, 2014; Alesina & Giuliano, 2014; Fernández, 2011; Gorodnichenko & Roland, 2017). Por esto motivo, en primer lugar, calculamos la matriz de coeficientes de correlación de Pearson de las variables independientes para determinar la correlación existente. Como cabía esperar, la correlación bilateral entre las variables independientes ha resultado ser alta, tal y como se mostrará en el apartado de resultados, por lo que se ha procedido a realizar un análisis factorial para aglutinarlas.

El análisis factorial exploratorio es una técnica estadística de reducción de variables que identifica el número de constructos latentes y la estructura de los factores subyacente en un conjunto de variables. Tradicionalmente se ha utilizado esta técnica para explorar la estructura de los factores subyacente en un conjunto de variables sin imponer una estructura preconcebida, de ahí su carácter exploratorio (Child, 2006). De acuerdo a la prueba de adecuación muestral de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) y la prueba de esfericidad de Bartlett, el análisis factorial resulta pertinente por lo que a partir de los factores extraídos construimos un modelo de regresión lineal múltiple.

1.2.2.1 Dimensiones culturales

Para cuantificar el grado de individualismo, de masculinidad, la distancia de poder, aversión a la incertidumbre, indulgencia y orientación al largo plazo en un país determinado recurrimos a los índices desarrollados por el Instituto Geert Hofstede²⁶ y obtenidos a partir de la encuesta sobre culturas y organizaciones compuesta por 30 preguntas y realizada en 111 países en el año 2013 (Hofstede & Minkov, 2013).

Individualismo versus colectivismo

Para determinar el grado de individualismo existente en cada área geográfica objeto de estudio utilizo el Índice de individualismo elaborado por el Instituto Geert Hofstede. El rango de valores que el Índice de Individualismo de Hofstede oscila entre un valor mínimo de 0 y un valor máximo de 100, indicando 0 grado máximo de colectivismo y 100 un grado máximo de individualismo.

²⁶ El *Geert Hofstede Centre* es una iniciativa privada llevada a cabo por el profesor Geert Hofstede y la firma de consultoría *Itim International*.

De acuerdo a los contenidos que configuran esta dimensión cultural (ver método de cálculo en Hofstede & Minkov, 2013), en esta dimensión se mide la relación existente entre un individuo y sus pares en un entorno laboral, pudiendo ser esta relación distante cuando cada individuo es responsable de cuidar de sus propios intereses, o estrecha cuando los individuos se sienten responsables con respecto al resto del grupo. Nuestra intención al incorporar esta dimensión cultural a nuestro modelo es dilucidar cómo el grado de compromiso de los individuos con el resto del grupo afecta al espíritu de los códigos de buen gobierno.

Masculinidad versus feminidad

Para determinar el grado de masculinidad existente en cada área geográfica objeto de estudio empleamos el Índice de masculinidad. El rango de valores que el Índice de Masculinidad de Hofstede oscila entre un valor mínimo de 0 y un valor máximo de 100, indicando 0 grado máximo de feminidad y 100 un grado máximo de masculinidad.

Más allá de cómo la división de roles sexuales que existe en una sociedad determinada influye en la gobernanza, al incorporar esta dimensión cultural en nuestro modelo pretendemos dilucidar si las prioridades dominantes en un entorno laboral se basan en alcanzar reconocimiento o en anteponer una elevada calidad de vida al éxito material y en cómo esta actitud afecta al espíritu de los códigos de buen gobierno.

Distancia de poder

Para determinar la distancia de poder existente en cada área geográfica objeto de estudio utilizamos el Índice de distancia de poder. El rango de valores que el Índice de distancia de poder oscila entre un valor mínimo de 0 y un valor máximo de 100. A mayor valor del índice, mayor distancia de poder.

De acuerdo a las preguntas que componen esta dimensión cultural se mide la dependencia en las relaciones entre los miembros de una empresa, existiendo una dependencia limitada en los países con una baja distancia de poder y una mayor relación basada en la jerarquía en los países con una distancia de poder alta. Al incorporar esta dimensión a nuestro modelo pretendemos dilucidar como el grado de dependencia predominante en los entornos corporativos influye en el espíritu de los códigos de buen gobierno.

Aversión a la incertidumbre

Para determinar el grado de aversión a la incertidumbre existente en cada área geográfica objeto de estudio utilizamos el Índice de Aversión a la Incertidumbre. El rango de valores que el Índice de aversión a la incertidumbre de Hofstede oscila entre un valor mínimo de 0 y un valor máximo de

100, indicando 0 una aversión a la incertidumbre mínima y 100 una aversión a la incertidumbre máxima.

De acuerdo a las preguntas que componen esta dimensión cultural se mide el grado de tolerancia a situaciones de incertidumbre en un entorno laboral. Al incorporar esta dimensión al modelo pretendemos dilucidar cómo la actitud predominante en un país en situaciones de incertidumbre empresarial se refleja en la orientación teórica de los códigos de buen gobierno.

Orientación a largo plazo versus corto plazo

Para determinar el grado de orientación a corto o largo plazo existente en cada área geográfica objeto de estudio utilizo el Índice de orientación a largo plazo. El rango de valores de esta dimensión oscila entre un valor mínimo de 0 y un valor máximo de 100, indicando 0 una mayor orientación al corto plazo y 100 una orientación mayor al largo plazo.

Al incorporar esta dimensión a nuestro modelo, pretendemos valorar cómo la importancia que le otorgan los individuos en un país concreto a la consecución de objetivos a largo plazo en detrimento de las gratificaciones momentáneas afecta al espíritu de los códigos de buen gobierno.

Indulgencia versus contención

Para determinar el grado de indulgencia existente en cada área geográfica objeto de estudio empleo el Índice de Indulgencia. El rango de valores de esta dimensión oscila entre un valor mínimo de 0 y un valor máximo de 100, indicando 0 una mayor orientación a la contención y 100 una orientación mayor a la indulgencia.

Incorporamos esta dimensión cultural en el modelo para valorar cómo el grado de tolerancia en una sociedad ante la desviación de las normas impuestas repercute en el espíritu de los códigos de buen gobierno.

1.2.2.2 Dimensiones institucionales

Tipo de financiación predominante

Para determinar el tipo de financiación predominante en un país determinado empleamos el ratio normalizado entre el crédito privado concedido por los bancos comerciales y otras instituciones financieras, y la capitalización del mercado bursátil del país. Los datos sobre el crédito privado concedido por los bancos comerciales y otras instituciones financieras los obtenemos de las estadísticas del Banco de Pagos Internacionales (BPI). La información sobre la capitalización del mercado bursátil del país la obtendremos de la base de datos del Banco Mundial. En el análisis

interpreto que cuanto mayor sea este ratio, mayor es el predominio de la financiación bancaria frente a la financiación de mercado. Esta metodología para determinar el tipo de financiación predominante ha sido utilizada por otros autores anteriormente (Demirgüç-Kunt & Levine, 1999; Gambacorta et al., 2014).

En los países con sistemas financieros basados en el mercado las asociaciones empresariales son más activas en el desarrollo de los códigos de buen gobierno, mientras que en los países donde predomina la financiación bancaria el desarrollo de los códigos de buen gobierno recae en organismos públicos principalmente (Haxhi & Aguilera, 2017). En este modelo pretendemos incorporar esta dimensión institucional para explicar el impacto que tendrá el predominio de los bancos o de los inversores privados como prestamistas de las empresas en el espíritu de los códigos de buen gobierno.

Derechos de propiedad

La puntuación de cada país respecto a los derechos de propiedad se obtendrá a partir del Índice de Libertad Económica desarrollado por la Fundación *Heritage* y por el *Wall Street Journal*. Uno de los componentes del índice mide los derechos de propiedad en una escala de 0 a 100, indicando un mayor valor del índice un mayor respeto de los derechos de propiedad. La versión más actualizada a fecha de elaboración de la presente tesis doctoral es la del año 2018. Esta variable ha sido utilizada para medir el respeto a los derechos de propiedad en anteriores estudios (Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004; Haxhi & Aguilera, 2017).

La puntuación de la magnitud derechos de propiedad recogida en el Índice de Libertad Económica se obtiene a partir de la puntuación media normalizada de cinco subfactores: derechos de propiedad física, derechos de propiedad intelectual, fuerza de la protección de los inversores, riesgo de expropiación y calidad de la administración de terrenos. Los datos correspondientes a estos cinco subfactores se obtienen del *World Competitiveness Report* publicado por el *World Economic Forum*, del informe *Doing Business* publicado por el Banco Mundial y del *Country Risk Assessment* publicado por el *Credendo Group* (The Heritage Foundation, 2019).

En los países con una mayor protección de los derechos de propiedad proliferarán códigos de buen gobierno más rigurosos (Haxhi & Aguilera, 2017). Al incorporar esta dimensión institucional en nuestro modelo pretendemos determinar cómo la protección de los derechos de propiedad –y por tanto el grado de rigurosidad de los códigos de buen gobierno– influirá en la orientación teórica que siguen estos códigos.

Cooperación entre empresarios y trabajadores

Definimos la cooperación entre los empresarios y los trabajadores para cada país objeto de estudio atendiendo al promedio de la siguiente pregunta formulada en el '*Global Competitiveness Report 2017-2018*' del Fórum Económico Internacional: ¿En su país cómo valoraría la relación

existente entre los empleadores y los trabajadores? Las respuestas se establecen de acuerdo a una escala Likert en la que 1 significa que la relación es generalmente de confrontación y 7 significa que la relación es generalmente cooperativa. Esta información se obtiene a partir de una encuesta realizada a más de 12.500 ejecutivos de empresas en 140 países. Esta variable ha sido utilizada para medir la cooperación entre trabajadores y empresarios en anteriores estudios (Haxhi & Aguilera, 2017).

Al incorporar esta dimensión institucional al modelo pretendemos determinar cómo el grado de cooperación predominante en las empresas de un país determinado influirá en el espíritu del código de buen gobierno vigente. Según cuál sea este grado de cooperación, las empresas tendrán diferentes necesidades y orientaciones en su gobernanza, lo que se trasladará al proceso de creación de los códigos de buen gobierno.

Autoridad de la dirección

Al igual que sucede en la variable anterior, definimos la autoridad de la dirección para cada país objeto de estudio atendiendo al promedio de la siguiente pregunta formulada en el *'Global Competitiveness Report 2017-2018'* del Fórum Económico Internacional: ¿En su país cómo valoraría la predisposición de los gerentes a delegar la autoridad a sus subordinados? Las respuestas se establecen de acuerdo a una escala Likert en la que 1 significa que la predisposición es baja (los gerentes controlan todas las decisiones importantes) y 7 significa que la predisposición es alta (los gerentes están dispuestos a delegar las decisiones importantes). Al igual que en la dimensión institucional anterior, esta información se obtiene a partir de una encuesta realizada a más de 12.500 ejecutivos de empresas en 140 países. Esta variable ha sido utilizada para medir la autoridad de la dirección en anteriores estudios (Haxhi & Aguilera, 2017).

Al incorporar esta dimensión institucional a nuestro modelo pretendemos determinar cómo la predisposición de los gerentes a delegar en sus subordinados influirá en el espíritu del código de buen gobierno vigente. Según cuál sea el grado de autoridad predominante de los directivos sobre los trabajadores, las empresas tendrán diferentes necesidades y orientaciones en su gobernanza, lo que se trasladará al proceso de creación de los códigos de buen gobierno.

Tipo de legislación

Partiendo de la teoría de los sistemas legales elaborada por La Porta et al. (1998, 1999, 2000), Haxhi y Aguilera (2017) incorporan el tipo de legislación en su estudio sobre la incidencia de los factores institucionales en los códigos de buen gobierno a través de una variable de naturaleza binaria sobre la legislación *common law*. Consideramos necesario distinguir entre las subfamilias que componen la tradición legal civilista. Para ello empleo cuatro variables independientes de naturaleza binaria: legislación de *common law*, legislación civilista francesa, legislación civilista germánica y legislación civilista escandinava. A cada una de estas variables se le otorga un valor de

uno si posee la legislación correspondiente y un valor de cero si no tiene ese tipo de legislación en particular. Obtenemos los datos sobre el origen legal de cada país a partir de La Porta et al. (2008).

Si bien los códigos de buen gobierno no tienen el carácter de leyes por su carácter voluntario, sí poseen un carácter normativo al establecer las mejores prácticas que deben seguir las empresas en su gobernanza. Por este motivo incorporamos esta dimensión institucional en el modelo con el objetivo de determinar si el tipo de legislación predominante influye en el espíritu de los códigos de buen gobierno.

Intervención estatal

Definimos la intervención estatal en el desarrollo de los códigos de buen gobierno para cada país objeto de estudio atendiendo al promedio de la siguiente pregunta formulada en el *'Global Competitiveness Report 2017-2018'*: ¿Cómo de gravoso es para los negocios en su país cumplir con las regulaciones? Las respuestas se establecen de acuerdo a una escala Likert en la que 1 significa que resulta extremadamente gravoso y 7 que no resulta gravoso en absoluto, siendo más intervencionistas aquellos países donde requiere un esfuerzo mayor cumplir con las regulaciones. Esta información se obtiene a partir de una encuesta realizada a más de 12.500 ejecutivos de empresas en 140 países. Esta variable ha sido utilizada para medir la intervención estatal en el desarrollo de los códigos de buen gobierno en anteriores estudios (Haxhi & Aguilera, 2017).

Como hemos reflejado anteriormente en la revisión del marco teórico institucional aplicado a los códigos de buen gobierno, el grado de intervención estatal afecta a las necesidades y a las orientaciones de las empresas en su gobernanza, lo que se trasladará al proceso de creación de los códigos de buen gobierno. Al incorporar esta dimensión institucional en el modelo pretendemos determinar como el grado de intervención estatal predominante en cada país influye en el espíritu de los códigos de buen gobierno.

Concluimos esta sección con la tabla 8 en la que incluimos la clasificación de las variables que componen este modelo, desglosando las dimensiones que representan, el sentido de la variable, los posibles valores que puede tomar, las fuentes y los estudios precedentes que han utilizado estas variables aplicadas al estudio del gobierno corporativo.

Tabla 8. Clasificación de las variables del modelo

Variable	Dimensión	Sentido de la variable	Valores posibles	Fuentes	Estudios precedentes
Índice GAPA	Grado de alineación con los principios de agencia	Un mayor valor indica una mayor alineación del código de buen gobierno con la teoría	De 0 a 100	Elaboración propia	-

		de agencia			
Índice de individualismo	Individualismo vs. colectivismo	Un mayor valor indica un mayor grado de individualismo	De 0 a 100	Instituto Geert Hofstede	Harrison y Li (2008) Haxhi y van Ees (2010) Zhang et al. (2013) Li et al (2013)
Índice de masculinidad	Masculinidad vs. feminidad	Un mayor valor indica un mayor grado de masculinidad	De 0 a 100	Instituto Geert Hofstede	Ringov y Zollo (2007) Harrison y Li (2008) Haxhi y van Ees (2010)
Índice de distancia de poder	Distancia de poder	Un mayor valor indica una mayor distancia de poder	De 0 a 100	Instituto Geert Hofstede	Ringov y Zollo (2007) Harrison y Li (2008) Rafiee y Sarabdeen (2012) Bae et al. (2012)
Índice de aversión a la incertidumbre	Aversión a la incertidumbre	Un mayor valor indica una mayor aversión a la incertidumbre	De 0 a 100	Instituto Geert Hofstede	Licht et al. (2005) Harrison y Li (2008) Bae et al. (2012) Li et al (2013)
Índice de orientación al largo plazo	Orientación a largo plazo vs. corto plazo	Un mayor valor indica mayor orientación al largo plazo	De 0 a 100	Instituto Geert Hofstede	Bae et al. (2012) Almagtome y Once (2014)
Índice de indulgencia	Indulgencia vs. contención	Un mayor valor indica una mayor indulgencia	De 0 a 100	Instituto Geert Hofstede	Maali y Al-attar (2017) Sun et al. (2018)
Ratio entre el crédito privado y la capitalización del mercado bursátil del país normalizado	Tipo de financiación predominante	Un mayor valor indica un predominio mayor de la financiación bancaria	-	BPI Banco Mundial	Haxhi & Aguilera (2017)
Índice de Libertad Económica	Derechos de propiedad	Un mayor valor indica un mayor respeto de los derechos de propiedad	De 0 a 100	Fundación Heritage & Wall Street Journal	Cuervo-Cazurra y Aguilera (2004) Haxhi & Aguilera

					(2017)
Valoración de la relación existente entre los empleadores y los trabajadores	Cooperación entre empresarios y trabajadores	Un mayor valor indica una relación más cooperativa	De 1 a 7	Fórum Económico Internacional	Haxhi & Aguilera, (2017)
Valoración de la predisposición de los gerentes a delegar la autoridad a sus subordinados	Autoridad de la dirección	Un mayor valor indica mayor predisposición de los gerentes a delegar autoridad	De 1 a 7	Fórum Económico Internacional	Haxhi & Aguilera (2017)
Valoración de la dificultad para cumplir con las regulaciones	Intervención Estatal	Un mayor valor indica una menor dificultad para cumplir con las regulaciones y una menor intervención estatal	De 1 a 7	Fórum Económico Internacional	Haxhi & Aguilera (2017)
4 variables independientes: - Legislación common law - Legislación civilista francesa - Legislación civilista alemana - Legislación civilista escandinava	Tipo de Legislación	Un valor 1 indica que el país tiene la legislación correspondiente	0 o 1	La Porta et al. (2008)	Cuervo-Cazurra y Aguilera (2004) Zattoni y Cuomo (2008) Haxhi & Aguilera (2017)

Fuente: Elaboración propia

1.3 Datos

En el Anexo 1 se recogen los datos de las dimensiones culturales e institucionales que sirven como variables independientes en el modelo.

Hemos encontrado que los datos sobre las dimensiones de indulgencia y de orientación al largo plazo para los Emiratos Árabes Unidos no han sido publicados por el Instituto Geert Hofstede. Tampoco están disponibles los datos para determinar la dimensión institucional con el tipo de

financiación predominante en el caso de Irán debido a la no inclusión del país en el Banco de Pagos Internacionales por las sanciones que pesan sobre el gobierno iraní. El resto de la base de datos está completa y actualizada.

2. Resultados

A continuación exponemos los resultados del ACC y los resultados del modelo sobre la influencia de las dimensiones culturales e institucionales en el grado de alineación de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia.

2.1 Resultados del análisis de contenido sobre el grado de alineación con la teoría de agencia

En el Anexo 2 se especifica para cada disposición que componen los 50 códigos de buen gobierno analizados su alineación a los principios de agencia y la puntuación del indicador del grado de alineación con los principios de agencia para cada uno de ellos. Se adjuntan los resultados del ACC sobre el grado de alineación de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia en la tabla 9.

Tabla 9. Alineación de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia por país

País	Índice GAPA	País	Índice GAPA
Letonia	91,57	Suiza	55,17
Polonia	90,70	Tailandia	55,13
Hungría	83,04	Bélgica	53,93
Estonia	81,03	China	53,62
Austria	78,41	Finlandia	53,13
Colombia	77,78	India	51,85
Australia	75,86	Malasia	50,00
Lituania	75,49	Turquía	49,48
Estados Unidos	75,00	Arabia Saudita	48,89
Alemania	73,44	Grecia	46,38
Eslovaquia	72,41	Países Bajos	45,83
Reino Unido	72,22	Noruega	45,71

República Checa	70,73	Argentina	43,28
Portugal	67,50	EAU	42,86
Italia	66,67	Canadá	41,67
Taiwán	65,15	Nigeria	41,47
Rusia	62,50	Brasil	41,38
Eslovenia	60,40	Hong Kong	41,18
Irán	60,00	Dinamarca	40,43
República de Corea	60,00	Indonesia	40,00
Francia	58,18	Luxemburgo	40,00
Suecia	57,78	Nueva Zelanda	39,58
Japón	56,67	México	34,38
Singapur	56,25	Chile	26,09
España	56,00	Rep. de Sudáfrica	20,00

Fuente: Elaboración propia

En la introducción de la tesis doctoral planteábamos la siguiente pregunta de investigación: *¿cuál es el grado de adhesión con los principios de agencia de los códigos de buen gobierno del mundo en su propuesta de calidad del gobierno corporativo, y qué elementos contextuales influyen en dicha adhesión?* A partir del cálculo de la variable dependiente ‘Grado de alineación de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia’ podemos afirmar que un 62 por ciento de los códigos de buen gobierno que componen nuestra muestra presentan una alineación dominante con la teoría de agencia. En la tabla 10 se presentan algunos estadísticos descriptivos de las puntuaciones del índice GAPA y su interpretación.

Tabla 10. Estadísticos descriptivos de la variable dependiente

Estadísticos descriptivos					
	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
Alineación_agencia	50	20,00	91,57	56,9244	16,10908
N válido (según lista)	50				

Fuente: Salida resultados SPSS

El valor promedio del grado de alineación de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia en los 50 códigos que hemos estudiado se sitúa en 56,92 sobre 100, por lo que se podemos afirmar que aunque el enfoque de agencia siga manteniendo una influencia dominante. Mientras que el valor máximo corresponde a Letonia con una puntuación de 91,57, el valor

mínimo corresponde a la República de Sudáfrica con una puntuación de 20. La desviación típica es de 16,11.

En la tabla 11 clasificamos los países por cuartiles de acuerdo a la alineación de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia.

Tabla 11. Clasificación por cuartiles de los países según la alineación de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia

Primer cuartil 0 - 25		Segundo cuartil 25-50		Tercer cuartil 50-75		Cuarto cuartil 75-100	
País	Puntuación	País	Puntuación	País	Puntuación	País	Puntuación
Rep. de Sudáfrica	20,00	Malasia	50,00	Estados Unidos	75,00	Letonia	91,57
		Turquía	49,48	Alemania	73,44	Polonia	90,70
		Arabia Saudita	48,89	Eslovaquia	72,41	Hungría	83,04
		Grecia	46,38	Reino Unido	72,22	Estonia	81,03
		Países Bajos	45,83	República Checa	70,73	Austria	78,41
		Noruega	45,71	Portugal	67,50	Colombia	77,78
		Argentina	43,28	Italia	66,67	Australia	75,86
		EAU	42,86	Taiwán	65,15	Lituania	75,49
		Canadá	41,67	Rusia	62,50		
		Nigeria	41,47	Eslovenia	60,40		
		Brasil	41,38	Irán	60,00		
		Hong Kong	41,18	República de Corea	60,00		
		Dinamarca	40,43	Francia	58,18		
		Indonesia	40,00	Suecia	57,78		
		Luxemburgo	40,00	Japón	56,67		
		Nueva Zelanda	39,58	Singapur	56,25		
		México	34,38	España	56,00		
		Chile	26,09	Suiza	55,17		
				Tailandia	55,13		
				Bélgica	53,93		
				China	53,62		
				Finlandia	53,13		
				India	51,85		

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar, de los 50 países analizados 23 países se sitúan en el tercer cuartil con puntuaciones comprendidas entre 50 y 75. Este cuartil es el más numeroso, por delante del segundo cuartil con 18 casos y del cuarto cuartil con 8 casos. La República de Sudáfrica es el único país que se sitúa en el primer cuartil.

A continuación profundizamos en la influencia que tiene cada enfoque teórico según las áreas temáticas de los códigos de buen gobierno. La teoría de agencia manifiesta un grado de influencia mayoritario en las siguientes áreas temáticas de los códigos de buen gobierno:

Creación de comités de auditoría, remuneración y nombramientos al incidir la mayoría de los códigos de buen gobierno en la composición de estos comités por consejeros independientes. Las disposiciones que abordan esta temática se encuentran en los códigos de buen gobierno de Alemania (disposiciones 4.3.3 y 6.2), Arabia Saudita (disposiciones 3.1.2, 3.2.1, 3.3.1, 3.4.1 y 3.5.1), Argentina (disposiciones 7.6, 7.7 y 7.8), Australia (disposiciones 4.1, 7.1 y 8.1), Dinamarca (disposición 3.16), EAU (disposiciones 7.1 y 8), Francia (disposiciones 15.1, 16.1 y 17.1), Grecia (disposiciones A.24, B.2, B.4 y C.10), Hungría (disposiciones 3.2, 3.3, 3.4 y 3.5), India (disposiciones 1.A.3 y 3.A.1), Irán (disposición 13), Italia (disposición 8), Letonia (disposición 12.4), Lituania (disposición 4.9), Malasia (disposición 2.1), Nigeria (disposiciones 8.12.1, 8.12.2, 8.12.3, 8.12.4, 8.13.1, 8.13.2, 8.14.5, 8.15.1 y 8.15.2) y Polonia (disposición III.Z.3).

Remuneración de los directivos y consejeros, con el establecimiento de la retribución variable como mecanismo para alinear sus objetivos con los objetivos de los propietarios como establece el enfoque de agencia. Las disposiciones con estas características se pueden encontrar en los códigos de buen gobierno de Alemania (disposición 3.2), Austria (disposición 27), Bélgica 7.15 y 7.16, Dinamarca (disposición 4.2), EAU (disposición 5), Eslovaquia (disposiciones 21.1, 21.2, 21.3 y 21.4), Eslovenia (disposición 12.10), Estonia (disposición 3.2.5), Finlandia (disposición 24), Francia (disposición 24.3), Grecia (disposiciones C.1, C.2, C.3 y C.11), India (disposiciones C.1, C.2 y C.3), Letonia (disposición 13), Lituania (disposición 4.13.2), Luxemburgo (disposiciones 8.2, 8.4 y 8.5), Nigeria (disposiciones 6.5.3, 6.5.4, 6.5.5, 6.5.6, 6.5.7 y 6.5.8), Noruega (disposición 12.3), Nueva Zelanda (disposición 5.4), Polonia (disposición 6), Portugal (disposiciones 3.1, 3.6, 3.7 y 3.8), Suecia (disposiciones 9.4, 9.5, 9.6 y 9.7) y Tailandia (disposiciones 6.1, 6.2 y 6.3).

Establecimiento del grado de ocupación de los consejeros según el número de consejos de administración a los que pertenecen como elemento que afecta a su desempeño, estableciendo una relación negativa entre la ocupación y el desempeño. Las disposiciones con estas características se pueden encontrar en los códigos de buen gobierno de Alemania (disposición 4.4.5), Arabia Saudita (disposición 2.1.1), Francia (disposición 18), Grecia (disposición A.15), India (disposición 1.A.4), Irán (disposición 1.4), Letonia (disposiciones 4.3, 7.2), Lituania (disposición 4.3), Luxemburgo (disposición 5.6), Nigeria (disposición 5.11), Nueva Zelanda (disposición 2.7), Reino Unido (disposición B.3), Tailandia (disposiciones 1.8, 1.9) y Turquía (disposición 4.4.7).

Garantizar un flujo de información constante y transparente entre agentes y propietarios como mecanismo para reducir los costes de agencia. Las disposiciones con estas características se pueden encontrar en los códigos de buen gobierno de Alemania (secciones 2, 5 y 6.1), Arabia

Saudita (disposiciones 2.5.2, 3.4.5 y sección 8), Argentina (sección 6), Australia (disposiciones 1.1, 1.2, 1.3, 4.2, 4.3, 5.1, 7.3, 7.4, 8.3), Austria (disposiciones 5, 6, 9, 10, 11, 12, 14, 18a, 46, 47, 48, 58, 60, 63-77, 81, 82, 82a y 83), Bélgica (disposiciones 1.1, 1.7, 2.7, 3.2, 6.1 y sección 9), Brasil (disposiciones 2.24, 2.25 y 5.8), Chile (disposiciones 2.a, 2.c, 2.d, 2.e y 2.g), Colombia (disposiciones 24, 25 y 26), Dinamarca (disposición 3.8), EAU (disposiciones 2.4, 3.1, 3.2, secciones 6 y 12), Eslovaquia (disposiciones 5.1, 5.F y sección 4), Eslovenia (disposiciones 2, 3.1, 5-8, 9.3, 10.2, 12.1, 12.3, 12.11, 19.3, 19.4, 19.5, 19.6, 25, 25.1, 26.4 y 27-30), España (disposiciones 3, 4, 5, 6, 8 y 19), Estonia (disposiciones 1.2, 1.3, 3.1.2, 3.1.3, 4.2, 4.3, 6.1, 6.2 y sección 5), Francia (disposiciones 1.8 y secciones 4, 13, 18 y 25), Grecia (disposiciones A.7 y A.8), Hong Kong (sección E), Hungría (disposiciones 2.4.1, 2.10 y sección 4), India (disposiciones 2.E.1, 2.E.2 y 2.E.3), Irán (disposiciones 11 y 17), Italia (disposiciones 2.5 y 6.5), Japón (secciones 3 y 5), Letonia (disposiciones 3.2, 3.5, 4.2, 6.1, 6.3, 7.1 y secciones 1, 2, 9 y 13), Lituania (disposiciones 3.2, 3.3, 4.1, 4.4, 4.10, 4.14.2, 4.14.4 y sección 10), Luxemburgo (disposiciones 8.3, 8.14 y sección 1), México (disposiciones 8, 14 y 42), Nigeria (disposiciones C.6.1.7, C.6.4.5, C.13, C.14.1, E.20, E.26, H.33 y H.35), Noruega (disposiciones 7.7, 11.3 y 11.4), Nueva Zelanda (disposiciones 3.2, 4.2, 4.4, 4.7, 5.2, 7.5 y 7.6), Países Bajos (disposición 3.4), Polonia (disposiciones II.Z.1, II.Z.9, III.Z.3, III.Z.4 y sección 1), Portugal (disposiciones 2.8, 2.9 y 2.18), Reino Unido (disposición C.1), República Checa (disposiciones 3.A, 6.D.5, 6.D.8 6.E.2 y sección 5), República de Corea (disposiciones 5.2 y 5.3), República de Sudáfrica (disposiciones 2.12, 2.26, 4.10, 8.5, 9.1, 9.2 y 9.3), Rusia (disposiciones 3.1, 6.1, 6.2 y 6.3), Singapur (disposiciones 4, 9 y 10), Suecia (disposiciones 2.5, 2.6 y sección 10), Suiza (disposición 29), Tailandia (disposiciones 3.2.1, 5.1.4 y sección 4), Taiwán (disposiciones 41, 42 y sección 2) y Turquía (disposición 4.2.7).

Protección de los derechos de los accionistas, así como garantizar su representación en los órganos directivos de las compañías. Las disposiciones que abordan esta temática se encuentran en los códigos de buen gobierno de Alemania (sección 1), Arabia Saudita (sección 1 y disposición 4.6), Argentina (sección 4), Australia (sección 6), Austria (disposiciones 1, 2, 3 y 7), Bélgica (disposiciones 2.3 y 2.4), Brasil (sección 1), Chile (disposición 2.b), China (sección 1), EAU (sección 10), Eslovaquia (disposición 5.B y secciones 1 y 2), Eslovenia (disposiciones 6, 7 y 8), España (disposición 7), Estados Unidos (secciones 1 y 2), Estonia (disposiciones 1.1.1, 1.1.2 y 1.1.3), Hungría (sección 1), Indonesia (secciones 4 y 5), Irán (disposición 10), Italia (sección 9), Japón (sección 1), Letonia (secciones 1 y 2), Lituania (disposición 1.3.1 y sección 2), Luxemburgo (sección 10), México (sección 3), Nigeria (disposiciones 22.1, 22.2, 22.3, 22.4, 27.1, 27.2, 28.1, 28.2 y 28.3), Noruega (secciones 4 y 6), República Checa (disposición 6.B y secciones 2 y 3), República de Corea (sección 1), República de Sudáfrica (disposición 8.4), Rusia (sección 1), Singapur (disposiciones 14, 15 y 16), Suecia (sección 1), Suiza (sección 1), Tailandia (secciones 1 y 2), Taiwán (disposiciones 4-9, 13, 18 y 20) y Turquía (disposiciones 1.1 y 1.3).

Dualidad en el rol de CEO y consejero delegado: aunque en la literatura la dualidad en el rol de CEO y consejero delegado se ha abordado tanto desde una perspectiva de agencia como desde una perspectiva conductista, en la revisión de los códigos de buen gobierno no hemos apreciado que se analice esta dualidad desde una perspectiva conductista, reflejada la dualidad como un elemento que influye en el funcionamiento interno del consejo y en la capacidad de los consejeros

para desempeñar sus funciones. En los casos en los que se aborda la dualidad en el rol de CEO y consejero delegado, esta se aborda con el fin de preservar la independencia formal y el poder del consejo frente a la influencia del CEO, por lo que estas disposiciones se adhieren a los principios de agencia. Las disposiciones con estas características se pueden encontrar en los códigos de buen gobierno de Bélgica (disposición 1.5), Brasil (disposición 2.5), Canadá (disposición 6), EAU (disposición 1.3), España (disposición 16), Finlandia (disposición 20), Francia (disposición 3.2), Grecia (disposición A.10), Hong Kong (disposición A.2), India (disposición 1.A.2), Nigeria (disposiciones 5.9, 6.1.2 y 6.1.4), Reino Unido (disposición A.2), Tailandia (disposición 1.6), Taiwán (disposición 23) y Turquía (disposiciones 4.2.5 y 4.2.6).

La teoría de agencia también mantiene una influencia dominante al abordar la independencia del consejo como un elemento formal destinado a reducir los costes de agencia, aunque en algunos casos se aborda como un factor que favorece el funcionamiento interno gracias a la aportación de los consejeros independientes de sus capacidades, su red de contactos y una visión externa del negocio en las deliberaciones del consejo. Las disposiciones con estas características ajenas a la teoría de agencia se pueden encontrar en los códigos de buen gobierno de Bélgica (disposición 3.1 y 3.3), Brasil (disposición 2.3), China (disposición 4.13), Emiratos Árabes Unidos (disposición 3.4), España (disposiciones 20 y 22), Francia (disposición 8.1), Hong Kong (disposición A.6), India (disposición B.3), Italia (disposición 2.1 y 2.3), Japón (disposición 4.9), Letonia (disposición 7.4), Lituania (disposiciones 4.2, 4.6 y 4.11), Luxemburgo (disposiciones 8.8 y 9.3), Nigeria (disposición 5.2), Sudáfrica (disposiciones 3.1 y 3.2), Tailandia (disposición 4.9), Taiwán (disposiciones 24, 25, 26 y 28).

La influencia de las teorías alternativas al enfoque de agencia en los códigos de buen gobierno se concentra en las disposiciones relacionadas con el funcionamiento interno del consejo y de los comités que lo componen, la diversidad del consejo tanto en *background* como en género, la frecuencia en la celebración de reuniones del consejo de administración y la asistencia de los consejeros a las mismas.

El tamaño del consejo se ha abordado tanto desde la perspectiva de agencia como desde la perspectiva alternativa conductista para explicar la calidad de la gobernanza en los 50 códigos de buen gobierno que componen nuestra muestra, sin prevalecer ninguno de los enfoques teóricos en esta área temática. De acuerdo al enfoque clásico de agencia los consejos de administración más grandes serán más independientes y por tanto mejores de acuerdo a la definición de calidad del gobierno corporativo por parte del enfoque de agencia. Abordan desde una perspectiva de agencia el tamaño del consejo los códigos de buen gobierno de Nigeria (disposición 5.4), Taiwán (disposición 20) y Turquía (disposición 4.3.1). Por otro lado, de acuerdo a criterios alternativos a la teoría de agencia los consejos de administración más grandes tienden a perjudicar el desempeño del consejo porque en los grupos más grandes la eficiencia de los consejeros disminuye. Los códigos de buen gobierno de Austria (disposición 52a), Estonia (disposición 3.2.1), Hungría (disposición 2.4.2) y Luxemburgo (disposición 3.3) se adhieren a este planteamiento para explicar la influencia del tamaño del consejo en el desempeño del mismo.

Por último, algunos códigos de buen gobierno presentan disposiciones que no se alinean ni con la

teoría de agencia y las teorías complementarias a la agencia como explicamos en el marco conceptual, ni con el enfoque conductista. Es el caso de las disposiciones que incorporan los intereses del resto de *stakeholders* que interactúan con la compañía, la responsabilidad social corporativa y el comportamiento ético de los miembros de la compañía. Las disposiciones que incorporan los intereses del resto de *stakeholders* se encuentran en los códigos de buen gobierno de Arabia Saudita (disposiciones en la secciones 6 y 7), Argentina (disposiciones en la sección 9), Austria (disposiciones 13 y 59), Brasil (disposición 5.2), Eslovaquia (disposiciones en la sección 3 y 5.C), Eslovenia (disposiciones 3.2, 3.3, 12.4), España (disposición 24), Francia (disposiciones 1.1, 1.4, 7.1, 7.2 y 7.3), Indonesia (disposiciones 2.5, 4.B.2, 6.1, 6.2 y 6.3), Japón (disposiciones en la sección 2), Lituania (disposiciones en la sección 9), Nigeria (disposición 4.5), Nueva Zelanda (disposiciones en la sección 9), República Checa (disposiciones en la sección 4), República de Corea (disposiciones en la sección 4), Sudáfrica (disposiciones en la sección 8 y disposición 2.11), Tailandia (disposiciones en la sección 3), Taiwán (disposiciones en la sección 5) y Turquía (disposiciones en la sección 3). La responsabilidad social corporativa y el comportamiento ético de los miembros de la compañía se aborda en los códigos de buen gobierno de Australia (disposición 3), Brasil (disposición 5.1), Eslovaquia (disposición 5.C), Eslovenia (disposición 19.1), Nigeria (disposiciones 4.6, 32.1, 32.2, 32.3 y 36.5) y República Checa (disposición 6.C). No consideramos alineadas con los enfoques teóricos recogidos en la revisión del marco conceptual las disposiciones sobre el procedimiento de implementación de las recomendaciones recogidas en el Código de Buen Gobierno de Francia (sección 27). Por último, tampoco consideramos alineadas con ninguno de los enfoques teóricos anteriores las disposiciones sobre *whistle-blowing* que presenta el código de buen gobierno de Nigeria en la sección 18. Tanto las disposiciones sobre los *stakeholders*, el comportamiento ético y la responsabilidad social corporativa de la empresa, así como las de *whistle-blowing*, tienen un valor 0 en el cálculo del Índice GAPA al no estar alineadas con la teoría de agencia.

En el caso de España se observa que el ‘Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas’ de 2015 presenta un grado de alineación con la teoría de agencia de 56 sobre 100, lo que le sitúa muy cerca de la media de los 50 códigos que componen la muestra. En la siguiente tabla clasificamos las 25 disposiciones que componen el código español por temáticas y según su adhesión a la teoría de agencia.

Tabla 12. Clasificación de las disposiciones del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de España

Disposiciones de agencia		Disposiciones de no agencia	
Área temática	Número de disposición	Área temática	Número de disposición
Prevención de OPAs hostiles	1	Diversidad en la composición del consejo	10

Conflictos de interés	2	Formación de los consejeros	13
Flujo de información transparente entre propietarios y directivos	3, 4, 5, 6, 8, 19	Frecuencia de las reuniones del consejo	14
Derechos de los accionistas	7	Funcionamiento interno del consejo	15, 17, 18, 21
Funciones del consejo sin abordar su funcionamiento interno	9	La independencia del consejo en su influencia en el funcionamiento interno del mismo	20, 22
Independencia formal del consejo	11, 12, 25	Consideración de los intereses de los <i>stakeholders</i> además de los accionistas	24
Dualidad CEO-Consejero delegado desde una perspectiva de agencia	16		

Fuente: Elaboración propia

En la tabla anterior se observa que en el ‘Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas’ las temáticas de agencia son dominantes con 14 de las 25 disposiciones del código. La temática más predominante es la destinada a asegurar un flujo de información transparente entre los propietarios y los directivos, con 6 disposiciones dedicadas a tal efecto. Así, podemos afirmar que el código de buen gobierno vigente en España tiene una orientación de agencia, si bien esta orientación es moderada al situarse en el tercer cuartil de nuestra muestra de 50 países.

Una vez ha quedado establecido que la mayoría de los códigos de buen gobierno mantienen una orientación predominante con la teoría clásica de agencia, pero con importantes excepciones según las áreas temáticas recogidas en los códigos, queda pendiente establecer qué elementos contextuales influyen en el grado de alineación de los principales códigos de buen gobierno vigentes en la actualidad con los principios de agencia en la definición de calidad del gobierno corporativo. Para ello nos servimos del modelo empírico que hemos desarrollado en el que se reflejará la influencia que tienen las dimensiones culturales e institucionales en la orientación teórica de los códigos de buen gobierno.

2.2 Resultados del modelo de regresión

Para establecer qué elementos contextuales influyen en el grado de alineación de los principales códigos de buen gobierno vigentes en la actualidad con los principios de agencia en la definición de calidad del gobierno corporativo desarrollamos un modelo en el que incorporamos las dimensiones culturales e institucionales descritas anteriormente como variables explicativas del

grado de alineación de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia, que corresponde con la variable dependiente de nuestro modelo.

Como se puede observar en la matriz de coeficientes de correlación en el anexo 3, de los 105 cruces de las variables independientes, 43 muestran una correlación significativa a un nivel del 5 por ciento. Por lo que estimamos que existe una elevada correlación entre las variables independientes del modelo, tanto entre las variables culturales como entre las institucionales.

Realizamos la regresión lineal múltiple de todas las variables que componen el modelo para explicar la variable dependiente, y obtenemos resultados pobres en términos de varianza de la variable dependiente explicada por el modelo, con un nivel de significación de la prueba ANOVA del 0,053.

Ante el elevado número de variables explicativas en nuestro modelo, la correlación existente entre ellas, los pobres resultados obtenidos inicialmente en términos de varianza explicada por el modelo así como la inexistencia de hipótesis formuladas a priori sobre la estructura subyacente en el conjunto de variables explicativas que componen nuestro modelo, decidimos recurrir al análisis factorial exploratorio con el objetivo de reducir el número de variables explicativas en el modelo.

2.2.1 Resultados del análisis factorial exploratorio

Al existir en el modelo cuatro variables dicotómicas mutuamente excluyentes, es necesario excluir una de ellas para evitar problemas de multicolinealidad (Rockwell, 1975). Como indica el software de análisis estadístico empleado, excluimos del modelo a la variable de legislación civilista germánica. Para asegurarnos de que no existe un problema de multicolinealidad excesiva, realizamos un diagnóstico de la colinealidad de las variables explicativas que incluimos en el anexo 3.

Los valores FIV por encima de 10 implican una colinealidad extrema (Allison, 1999). En este caso una vez excluida la variable de legislación civilista germánica es posible afirmar que las variables no presentan un problema de multicolinealidad excesiva para llevar a cabo el análisis factorial exploratorio, como queda reflejado en el anexo 3. Para determinar la adecuación de un análisis factorial para este modelo hemos hecho la prueba de adecuación muestral de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) y la prueba de esfericidad de Bartlett que se presentan en la tabla 13.

Tabla 13. Prueba KMO y prueba de Bartlett

KMO y prueba de Bartlett

Medida de adecuación muestral de Kaiser-Meyer-Olkin.		,553
Prueba de esfericidad de Bartlett	Chi-cuadrado aproximado	407,077
	gl	91
	Sig.	,000

Fuente: Salida resultados SPSS

Si el resultado de la prueba de adecuación muestral de KMO es superior a 0,5 el análisis factorial es pertinente (Child, 2006; Ferguson & Cox, 1993; Hair et al., 2014; Tabachnick & Fidell, 2019). Para este modelo toma un valor de 0,553 que consideramos adecuado teniendo en cuenta además la imposibilidad de conseguir una muestra elevada al ser la población limitada en un estudio a nivel país (*cross-country*). La prueba de esfericidad de Bartlett confirma que existen correlaciones significativas entre las variables explicativas. Esto, sumado a que las variables que componen el modelo factorial no muestran un problema de colinealidad excesiva, nos indica que el modelo factorial es pertinente. Adjuntamos la tabla de puntuaciones factoriales en el anexo 3.

De acuerdo a Kline (1994) si alguna de las variables tiene una comunalidad inferior a 0,40 debe ser desechada en el modelo. En este caso, siguiendo como método de extracción en análisis de los componentes principales, se observa que el nivel de extracción de todas las variables independientes es elevado, con porcentajes de extracción que oscilan entre el 69,7 por ciento de la legislación civilista francesa y el 89,9 por ciento de la autoridad de la dirección, por lo que consideramos todas las variables independientes relevantes dentro del análisis factorial exploratorio. Adjuntamos la tabla con las comunalidades del análisis factorial en el anexo 3.

En este análisis se extraen cinco factores, que explican en su conjunto un 79,74 por ciento de la varianza total. De acuerdo a Hair et al. (2014) el valor mínimo de varianza explicada por los factores extraídos en un análisis factorial debe ser del 60 por ciento, por lo que estimamos que el nivel de varianza explicada que alcanza el modelo resulta satisfactorio. Adjuntamos la tabla con la varianza total explicada por los factores en el anexo 3.

La composición de los factores según la matriz de componentes rotados con método de rotación Varimax es la que se presenta en la tabla 14.

Tabla 14. Matriz de componentes rotados

Matriz de componentes rotados

	Componente				
	1	2	3	4	5
Individualismo	,060	,903	,030	,110	,052
Masculinidad	-,114	,046	,036	,131	,845
Distancia_poder	-,236	-,824	-,055	,045	,223
Aversión_incertidumbre	-,570	-,033	-,047	-,626	,172
Orientación_lp	,365	-,009	-,809	-,274	,162
Indulgencia	,109	,220	,818	-,071	-,141
Cred.Banc._Cap.Burs_ normalizado	-,376	,172	-,698	,198	-,234
Ind_dchos_prop	,694	,509	-,014	,107	-,068
Cooperacion_ trabajadores_ empresarios	,819	,270	,034	,108	-,193
Autoridad_dirección	,717	,467	,250	,188	-,261
Intervención_estatal	,875	-,103	-,020	,324	-,031
Legislación_common_ law	,231	-,065	,343	,731	,353
Legislación_civilista_ francesa	-,159	-,144	,201	-,781	,025
Legislación_civilista_ escandinava	,205	,267	,191	,103	-,788

Método de extracción: Análisis de componentes principales.

Método de rotación: Normalización Varimax con Kaiser.

a. La rotación ha convergido en 11 iteraciones.

Fuente: Salida resultados SPSS

A continuación describimos las características de cada factor. Para ello, dentro de la matriz de componentes rotados tomamos aquellos componentes con un nivel de representación superior a 0,40, nivel que consideramos adecuado de acuerdo a la literatura existente (Bandalos & Finney, 2010). Los factores resultantes coinciden ampliamente con los de estudios previos.

El Factor 1 se compone de la aversión a la incertidumbre en sentido negativo (-0,57), de la protección de los derechos de propiedad (0,694), de la cooperación entre los trabajadores y los empresarios (0,819), de la predisposición de los gerentes a delegar en sus subordinados (0,717) y de una menor dificultad para cumplir con las regulaciones (0,875). De acuerdo a la CCP de Hofstede, los países con tolerancia a la incertidumbre exhiben normas de comportamiento menos rígidas, lo que se traduce en una mayor predisposición de los gerentes en delegar su autoridad y en una mayor cooperación entre empresarios y trabajadores fruto de un clima de confianza mutua y entendimiento. En un clima de confianza y cooperación, los derechos de propiedad se encuentran ampliamente respetados y protegidos sin necesidad de una elevada intervención del Estado en las transacciones entre particulares (Anderson & McChesney, 2003).

El Factor 2 se compone de individualismo (0,903), distancia de poder en sentido negativo (-0,824), autoridad de la dirección (0,467) que de acuerdo a la interpretación de la dimensión establece una mayor predisposición de los gerentes a delegar autoridad y protección de los derechos de propiedad (0,509). Al contrario que las culturas colectivistas en las que las grandes desigualdades en términos de poder y riqueza son generalmente aceptadas, en las culturas individualistas estas

desigualdades resultan menos aceptables para los ciudadanos. Varios estudios han acreditado que las culturas orientales se engloban en la primera categoría, mientras que las culturas occidentales –particularmente aquellas con raíces anglosajonas y escandinavas de ética protestante– se engloban en la segunda categoría (Basabe & Ros, 2005; Bochner & Hesketh, 1994; Fikret Pasa, 2000; Schermerhorn & Harris Bond, 1997; Smith & Hume, 2005). También existen notables diferencias entre las culturas individualistas y colectivistas en relación al respeto de los derechos de propiedad, siendo las sociedades en las que predominan los valores individualistas aquellas donde más se protegen los derechos de propiedad de los ciudadanos y empresas (Ball, 2001; Budde-Sung, 2013; Kyriacou, 2016; Zengrui et al., 2017). Este factor de algún modo recoge las evidencias de la investigación previa de que el individualismo influye tanto en la distancia de poder y en la delegación de autoridad de los gerentes como en la protección de los derechos de propiedad.

El Factor 3 se compone de orientación al corto plazo (-0,809), de indulgencia (0,818) y de financiación predominantemente de mercado al ser el ratio de crédito bancario respecto a la capitalización bursátil en términos normalizados negativo (-0,698). La orientación al corto plazo revela un mayor interés de los ciudadanos en el presente en detrimento del futuro, algo que concuerda con la indulgencia que se caracteriza por una tendencia a la gratificación de las necesidades más inmediatas en detrimento de la consecución de metas más significativas a largo plazo (Hofstede et al., 2010). Chang et al. (2012) encuentran evidencias de que en los países con una orientación cultural al largo plazo las empresas recurrirán al crédito bancario en mayor medida que en los países con orientación al corto plazo. Según argumentan, esto se debe a que en culturas más orientadas al largo plazo los gerentes valoran positivamente la disponibilidad de financiación aún en entornos de mayor volatilidad, algo que concuerda con la preferencia de financiación bancaria en detrimento de la financiación de mercado, más sensible a los ciclos económicos y a los *shocks* del mercado. Además, el cumplimiento de los compromisos se valora en mayor medida en las culturas con una baja indulgencia, algo que concuerda en el interés mutuo entre bancos y empresas para construir relaciones estrechas y transparentes que permitan a los primeros prestar a prestatarios solventes, y a los segundos acceder a condiciones de financiación más ventajosas a cambio de transparencia y cumplimiento de los compromisos contraídos (Antonczyk et al., 2014).

El Factor 4 se compone de la inclinación al riesgo –medida por la aversión a la incertidumbre en sentido negativo (-0,626)–, de la presencia de un marco de legislación de *common law* (0,731) y de la ausencia de un marco de legislación civilista francesa (-0,781). Resulta lógico que las variables de legislación *common law* y de legislación civilista francesa tengan un peso de signo contrario en el factor ya que son variables dicotómicas mutuamente excluyentes. Por otro lado, varios estudios encuentran una relación inversa entre la aversión a la incertidumbre y los países de *common law* (Licht et al., 2005; Tadesse & Kwok, 2006; Tang & Koveos, 2008). La explicación parte de que los países de tradición legal de *common law* se basan en los contratos privados para garantizar el cumplimiento de los compromisos contraídos entre ciudadanos y empresas, mientras que los modelos legales civilistas y en particular el modelo civilista francés se basa en el rol del Estado y de la ley para garantizar el cumplimiento de estos compromisos entre particulares. La confianza en

los mecanismos contractuales privados por parte de los países con tradición legal de *common law* revela una mayor tolerancia a la incertidumbre, mientras que el escepticismo hacia los contratos privados y la necesidad de que existan unos mecanismos legales fuertes e intrusivos en el cumplimiento de las obligaciones entre particulares como sucede particularmente en la tradición legal civilista francesa revela una mayor aversión a la incertidumbre (Baptista, 2010).

El Factor 5 se compone de masculinidad (0,845) y de la no presencia de marcos regulatorios basados en la legislación civilista escandinava (-0,788). De acuerdo a la CCP de Hofstede las sociedades masculinas presentan una tendencia a la competitividad y a una elevada presión sobre los individuos para alcanzar el éxito, mientras que en las sociedades más femeninas prevalecen valores como la modestia, la comprensión así como la búsqueda de consensos. Los países escandinavos presentan aspectos culturales compatibles con los valores femeninos que recoge la CCP (Strand et al., 2015).

Como podemos observar en los párrafos anteriores el contenido y el significado de los factores extraídos en el análisis factorial exploratorio concuerdan con la teoría existente sobre las dimensiones culturales e institucionales. Al extraer estos factores y aplicarlos en el modelo para explicar qué dimensiones influyen en la orientación teórica de los códigos de buen gobierno en su definición de calidad del gobierno corporativo, realizamos una contribución a la literatura existente ya que en la mayoría de los casos los estudios previos parten de estas dimensiones por separado, pero no combinan ambos enfoques culturales e institucionales para explicar las diferencias existentes en los códigos de buen gobierno.

La tabla 15 resume el significado de los factores hallados y su relevancia de cara a mantener la línea de investigaciones previas y por lo tanto de cara a desarrollar un modelo de regresión múltiple basado en estos factores. Además, en el Anexo 3 incluimos los valores de los cinco factores para cada país. A partir de estos valores construimos nuestro modelo de regresión lineal múltiple, arrojando los siguientes resultados.

Tabla 15. Significado y valor de los factores resultantes

Factor	Componentes	Literatura
Tolerancia al riesgo	Aversión a la incertidumbre (-0,57) Protección de los derechos de propiedad (0,694) Cooperación entre los trabajadores y los empresarios (0,819) Autoridad de la dirección (0,717) Intervención estatal (0,875)	Anderson & McChesney (2003)
Cultura occidental de	Individualismo (0,903)	Basabe & Ros (2005)

ética protestante	Distancia de poder (-0,824) Autoridad de la dirección (0,467) Protección de los derechos de propiedad (0,509).	Bochner & Hesketh (1994) Fikret Pasa (2000) Schermerhorn & Harris Bond (1997) Smith & Hume (2005) Ball (2001) Budde-Sung (2013) Kyriacou (2016) Zengrui et al. (2017)
Propensión a no cumplir los compromisos	Orientación al largo plazo (-0,809) Indulgencia (0,818) Crédito bancario/capitalización bursátil (-0,698)	Hofstede et al. (2010) Chang et al. (2012) Antonczyk et al. (2014)
Tradición anglosajona	Aversión a la incertidumbre (-0,626) Legislación de <i>common law</i> (0,731) Legislación civilista francesa (-0,781)	Licht et al. (2005) Tadesse & Kwok (2006) Tang & Koveos (2008) Baptista (2010)
Tradición escandinava	Masculinidad (0,845) Legislación civilista escandinava (-0,788)	Strand et al. (2015)

Fuente: Elaboración propia

2.2.2 Resultados del modelo de regresión múltiple

A continuación presentamos los resultados del modelo de regresión múltiple a partir de los factores anteriormente descritos. En la tabla 16 incluimos el resumen del modelo con la R cuadrado corregida, la prueba ANOVA y los coeficientes y niveles de significación que presentan las variables independientes en el modelo.

Tabla 16. Resultado del modelo de regresión lineal múltiple a partir de los factores

Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,598 ^a	,358	,281	13,82916

a. Variables predictoras: (Constante), Factor_5, Factor_4, Factor_3, Factor_2, Factor_1

ANOVA^b

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	4473,524	5	894,705	4,678	,002 ^a
	Residual	8032,321	42	191,246		
	Total	12505,845	47			

a. Variables predictoras: (Constante), Factor_5, Factor_4, Factor_3, Factor_2, Factor_1

b. Variable dependiente: Alineación_agencia

Coefficientes^a

Modelo		Coefficients no estandarizados		Coefficients estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	57,153	1,996		28,633	,000
	Factor_1	-2,664	2,017	-,163	-1,321	,194
	Factor_2	4,820	2,017	,296	2,390	,021
	Factor_3	-7,866	2,017	-,482	-3,899	,000
	Factor_4	,589	2,017	,036	,292	,772
	Factor_5	1,622	2,017	,099	,804	,426

a. Variable dependiente: Alineación_agencia

Fuente: Salida resultados SPSS

Si nos fijamos en los resultados de la regresión lineal de los factores para explicar la variable dependiente que representa el grado de alineación de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia, podemos observar que de acuerdo a la R cuadrado corregida el modelo representa el 28,1 por ciento de la varianza de la variable dependiente. Por el carácter exploratorio de este estudio, no contamos con estudios precedentes a partir de los cuales podamos estimar si el valor de la R cuadrado corregida de nuestro modelo es apropiado. Repasando otros estudios empíricos en los que el objeto de análisis sean los códigos de buen gobierno o que partan de las dimensiones culturales e institucionales como variables explicativas del gobierno corporativo, encontramos que en un estudio sobre la difusión de los códigos de buen gobierno en el que la variable dependiente es una variable binaria sobre el desarrollo de un código de buen gobierno, Şahin (2015) obtiene valores de R cuadrado de entre 0,15 y 0,41. En otro

estudio Haxhi y van Ees (2010) relacionan el impacto de las dimensiones culturales e institucionales en el número de códigos de buen gobierno publicados por país, obteniendo en su modelo valores de R cuadrado corregida de entre 0,279 y 0,674. En su modelo sobre la influencia de las dimensiones culturales e institucionales en las prácticas de gobierno corporativo, medidas las prácticas de buen gobierno a partir del índice de buen gobierno desarrollado por Governance Metrics International, Daniel et al. (2012) obtienen una R cuadrado corregida de 0,20. Concluimos por tanto que la R cuadrado corregida del modelo se aproxima a los valores obtenidos en estudios anteriores, por lo que estimamos que el poder explicativo de la variable dependiente de nuestro modelo es adecuado y suficiente. Respecto a la prueba ANOVA del modelo, se puede afirmar con una confianza del 99,8 por ciento que la varianza de la variable dependiente está explicada por los factores que componen el modelo, por lo que concluimos que el modelo es significativo.

Estableciendo un nivel de confianza del 95 por ciento para evaluar el grado de significación de los factores que componen nuestro modelo en la variable dependiente, podemos afirmar con una confianza del 97,9 por ciento que el factor de 'cultura occidental de ética protestante' tiene una influencia positiva sobre la alineación de los códigos de buen gobierno con la teoría de agencia y con una confianza del 99,99 por ciento que el factor de propensión a no cumplir los compromisos tiene una influencia negativa sobre la alineación de los códigos de buen gobierno con la teoría de agencia. Es decir, por un lado afirmamos que en los países con predominio del individualismo, distancia de poder en sentido negativo, predisposición de los gerentes a delegar su autoridad y protección de los derechos de propiedad los códigos de buen gobierno tendrán una mayor alineación con los principios de agencia. Por otro lado, en los países donde existe orientación al corto plazo, indulgencia y predominio de la financiación de mercado frente a la financiación bancaria, los códigos de buen gobierno tendrán una menor alineación con los principios de agencia. A pesar de que el modelo en su conjunto explica el grado de adhesión de los códigos de buen gobierno a los principios de agencia, los factores de tolerancia al riesgo, tradición anglosajona y tradición escandinava no explican la variable dependiente de acuerdo a los niveles de significación que presentan.

3. Discusión

En la introducción de la tesis doctoral se planteaba la siguiente pregunta de investigación: *¿cuál es el grado de adhesión con los principios de agencia de los códigos de buen gobierno del mundo en su propuesta de calidad del gobierno corporativo, y qué elementos contextuales influyen en dicha adhesión?*

Si bien es posible afirmar que la mayoría de los códigos de buen gobierno presentan una alineación dominante con la teoría de agencia, existen notables diferencias según las áreas temáticas del gobierno corporativo representadas en cada código de buen gobierno. En la tabla 17

representamos la adhesión de los códigos de buen gobierno a los enfoques teóricos según las áreas temáticas recogidas en los códigos.

Tabla 17. Alineación teórica de los códigos de buen gobierno por área temática

Área temática	Enfoque teórico	Características
Creación de los comités de auditoría, remuneración y nominación	Agencia	Formación de los comités siguiendo el criterio de independencia formal de agencia.
Remuneración de los directivos y consejeros	Agencia	Establecimiento de la retribución variable para consejeros y directivos como mecanismo para alinear sus objetivos con los objetivos de los propietarios.
Nivel de ocupación de los consejeros	Agencia	Establecimiento de una relación negativa entre el grado de ocupación de los consejeros y su desempeño.
Información a los accionistas	Agencia	Establecimiento de un flujo de información constante y transparente entre agentes y propietarios como mecanismo para reducir los costes de agencia
Dualidad CEO-consejero delegado	Agencia	Establecimiento de disposiciones para preservar la independencia y el poder del consejo frente a la influencia del CEO en su rol dual de consejero delegado.
Independencia del consejo	Mixto, con predominio de agencia	Aunque en algunos casos la independencia se aborda como un factor que favorece el funcionamiento interno del consejo, la teoría de agencia también mantiene una influencia dominante al abordar la independencia del consejo como un elemento formal destinado a reducir los costes de agencia.
Tamaño del consejo	Mixto	De acuerdo al enfoque de agencia los consejos de administración más grandes serán más independientes, lo que incidirá en una mejor gobernanza. Por otro lado, de acuerdo al criterio alternativo conductista los consejos de

		administración más grandes tienden a perjudicar el desempeño del consejo porque en los grupos más grandes la eficiencia de los consejeros disminuye.
Funcionamiento interno del consejo y de los comités que lo componen	Conductista	Descripción de las tareas y procesos internos del consejo de administración y de los comités que lo componen.
Diversidad del consejo	Conductista	Recomendación de una composición del consejo que aporte diversidad tanto en género como en formación.
Frecuencia en la celebración de reuniones del consejo	Conductista	Recomendación de la celebración habitual de reuniones del consejo como elemento positivo sobre el desempeño del mismo.
Asistencia de los consejeros a las reuniones del consejo	Conductista	Establecimiento de requisitos de asistencia mínima de los consejeros a las reuniones del consejo.

De todas las áreas temáticas contenidas en los códigos de buen gobierno que componen la muestra, solo la independencia y el tamaño del consejo presentan interpretaciones teóricas mixtas, resultando la interpretación de agencia claramente dominante en el caso de la independencia del consejo. Existe una elevada diversidad entre países en la interpretación de las áreas temáticas con orientación teórica mixta. En el caso de la independencia del consejo, los códigos de buen gobierno de Bélgica, Brasil, China, Emiratos Árabes Unidos, España, Francia, Hong Kong, India, Italia, Japón, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Nigeria, Sudáfrica, Tailandia y Taiwán en las disposiciones indicadas en la sección de resultados interpretan la independencia del consejo desde una perspectiva conductista. En el resto de los códigos la independencia se interpreta de acuerdo al criterio clásico de agencia.

Respecto al tamaño del consejo, los códigos de buen gobierno de Nigeria, Taiwán y Turquía se alinean con la perspectiva de agencia al afirmar en las disposiciones indicadas en la sección de resultados que los consejos de administración más grandes serán más independientes y por tanto mejores de acuerdo a la definición de calidad del gobierno corporativo que establece la teoría de agencia. Por otro lado, los códigos de buen gobierno de Austria, Estonia, Hungría y Luxemburgo se adhieren al enfoque conductista al afirmar en las disposiciones señaladas en la sección de resultados que los consejos de administración más grandes tienen un peor desempeño porque en los grupos más grandes la eficiencia disminuye.

El resto de las áreas temáticas recogidas en la tabla 17 se alinean con un único enfoque teórico determinado, alineándose con la teoría de agencia las áreas temáticas sobre la creación de los

comités de auditoría, remuneración y nominación; la remuneración de los directivos y consejeros; el nivel de ocupación de los consejeros; el suministro de información transparente a los accionistas y la dualidad en la misma persona de los roles de CEO y consejero delegado. La influencia del enfoque conductista alternativo a la teoría de agencia en los códigos de buen gobierno se concentra en las disposiciones relacionadas con el funcionamiento interno del consejo y de los comités que lo componen; la diversidad del consejo tanto en *background* como en género; la frecuencia en la celebración de reuniones del consejo de administración y la asistencia de los consejeros a las mismas.

Existen códigos de buen gobierno que presentan disposiciones no alineadas con las áreas temáticas anteriores. Esto sucede en el caso de las disposiciones que incorporan los intereses del resto de *stakeholders* que interactúan con la compañía, la responsabilidad social corporativa y el comportamiento ético de los miembros de la compañía y el *whistle-blowing*. Como indicamos en la sección de resultados, las disposiciones que incorporan los intereses del resto de *stakeholders* se encuentran en los códigos de buen gobierno de Arabia Saudita, Argentina, Austria, Brasil, Eslovaquia, Eslovenia, España, Francia, Indonesia, Japón, Lituania, Nigeria, Nueva Zelanda, República Checa, República de Corea, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán y Turquía; la responsabilidad social corporativa y el comportamiento ético de los miembros de la compañía se aborda en los códigos de buen gobierno de Australia, Brasil, Eslovaquia, Eslovenia, Nigeria y República Checa; y el *whistle-blowing* se aborda en el código de buen gobierno de Nigeria. Al no alinearse con la teoría de agencia, a todas estas disposiciones se les ha asignado un valor 0 en el cálculo del Índice GAPA.

A la luz de lo anterior, es posible decir que los códigos de buen gobierno del mundo definen de manera mayoritaria la calidad del gobierno corporativo siguiendo los principios de agencia. Este resultado implica que las carencias que presenta la teoría de agencia –por un lado el enfoque universalista que le impide capturar de manera holística la complejidad del gobierno corporativo, y por otro lado el problema de endogeneidad que invalida la presunción de que un mejor gobierno corporativo se traduce en un mejor desempeño financiero de la empresa (Adams et al., 2010; Romano et al., 2008)– se han trasladado a los códigos de buen gobierno. Este diagnóstico resulta de importancia porque definir correctamente qué constituye un buen gobierno corporativo conlleva implicaciones significativas no solo sobre cómo los accionistas fundamentan sus decisiones de inversión, sino como el resto de *stakeholders* interactúan con las empresas (Larcker & Tayan, 2011).

Los códigos de buen gobierno –al igual que los índices de buen gobierno– a menudo funcionan más como verificadores de cumplimiento que como auténticos mecanismos de mejora de la gobernanza de las empresas fundamentados en análisis específicos (Djokić & Duh, 2016). A partir de los resultados de esta tesis, consideramos que esto se debe a que la mayoría de los códigos de buen gobierno arrastran las carencias de la teoría de agencia en sus planteamientos y no incorporan los avances teóricos más recientes en materia de calidad del gobierno corporativo, lo que les impide adaptarse a las necesidades reales de las empresas. Además, al limitar su alcance a la problemática entre agente y propietario, la mayoría de los códigos de buen gobierno otorgan un

protagonismo residual a los intereses del resto de *stakeholders* en la gobernanza de las empresas, lo que potencialmente provoca externalidades negativas para la sociedad en su conjunto (Sacconi, 2004).

Por otro lado, el estudio llevado a cabo ha permitido identificar en qué áreas temáticas de los códigos de buen gobierno la teoría de agencia mantiene una influencia dominante, proporcionando las herramientas necesarias para que los reguladores puedan identificar potenciales áreas de mejora para redactar e implementar códigos de buen gobierno más ajustados a la realidad de la gobernanza de las empresas y a las necesidades reales tanto de las empresas como del resto de *stakeholders*, superando así las limitaciones que plantean los modelos de gobierno corporativo largamente asumidos como válidos (Raelin & Bondy, 2013).

Adicionalmente, en la presente tesis doctoral hemos conseguido dilucidar cuáles son los elementos contextuales que determinan la adhesión de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia. Así, partiendo del análisis factorial exploratorio de las dimensiones culturales e institucionales que componen nuestro modelo, hemos demostrado en primer lugar que el predominio de una ‘cultura occidental de ética protestante’ afecta positivamente a la adhesión de los códigos de buen gobierno con la teoría de agencia. Pero, ¿por qué los países occidentales de ética protestante tienen códigos de buen gobierno que definen la calidad de la gobernanza a través de la minimización de los costes de agencia mientras que los países orientales –con un menor grado de desarrollo socioeconómico, mayor desigualdad y mayor corrupción de acuerdo a Basabe y Ros (2005)– se apartan de esta definición de calidad del gobierno corporativo?

De acuerdo a Easterbrook (1984), el pago de dividendos a los accionistas contribuye a mitigar los problemas de agencia a través de dos mecanismos: en primer lugar al restar influencia a los directivos mediante la transferencia de fondos a los accionistas mediante el pago a los accionistas de dividendos; y en segundo lugar al limitar el poder de los directivos al tener que interactuar estos con mayor frecuencia con los mercados de capitales ante la menor disponibilidad de fondos. Por otro lado, la cultura nacional influye en el comportamiento de los propietarios y de los agentes, y por tanto en la relación de agencia entre ambas partes (Johnson & Droegge, 2004). Por su parte, Fidrmuc y Jacob (2010) establecen una correlación positiva entre los rasgos culturales de alto individualismo y baja distancia de poder, y el pago de dividendos como medida de calidad del gobierno corporativo. Ante esta relación, es de esperar que en los países con estos dos rasgos culturales –que representan las dos dimensiones con mayor peso en el factor ‘cultura occidental de ética protestante’– los códigos de buen gobierno se orienten a elevar el pago de los dividendos como mecanismo de transferencia de poder de los agentes a los propietarios (Easterbrook, 1984) y por tanto tengan una alineación mayor con los postulados de agencia. Sin embargo, la influencia del entorno sobre los reguladores para que redacten y emitan códigos de buen gobierno en los que la calidad del gobierno corporativo está definida de acuerdo al criterio de agencia provoca que en los países donde se dan las características culturales e institucionales correspondientes a este factor, los códigos de buen gobierno presenten las limitaciones de la teoría de agencia que expusimos en el marco conceptual.

En segundo lugar, hemos demostrado que el factor ‘propensión a no cumplir los compromisos’ afecta negativamente a la orientación de los códigos de buen gobierno con la teoría de agencia. La preferencia de la financiación bancaria frente a la financiación de mercado en entornos de alta orientación al largo plazo y baja indulgencia concuerda con la definición de la dimensión de orientación al largo plazo –importancia que le otorgan los individuos a la consecución de objetivos a largo plazo en detrimento de las gratificaciones momentáneas– y la dimensión de indulgencia –grado de tolerancia en una sociedad ante la desviación de las normas y compromisos impuestos– por dos razones. En primer lugar porque la financiación bancaria es menos sensible a la coyuntura económica que la financiación de mercado, algo que los gerentes valoran positivamente cuando su orientación es a largo plazo ante la perspectiva de que en un horizonte temporal extenso puedan existir periodos de estrés financiero en los que necesiten acceso a financiación (Chang et al., 2012). En segundo lugar, los bancos tienen interés en construir relaciones estrechas basadas en la confianza mutua con los prestatarios para contar con más información sobre la solvencia de estos y poder tomar mejores decisiones sobre la concesión de créditos. Las empresas en entornos culturales con menor indulgencia valoran positivamente la existencia de relaciones sustentadas en una mayor transparencia informativa debido a las expectativas que las empresas tienen en estos entornos de lograr condiciones de financiación más ventajosas ante el cumplimiento de los compromisos adquiridos con los prestamistas bancarios (Antonczyk et al., 2014). Pero, ¿cómo se relaciona este factor con una mayor orientación de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia?

Al analizar cómo las compañías eligen sus estructuras de capital, Myers (1984) postuló que en este proceso de decisión las ventajas fiscales que supone un endeudamiento elevado se ven contrarrestadas por un mayor riesgo de quiebra y por unos mayores costes de agencia. Las decisiones por parte de los agentes de asumir un elevado endeudamiento corporativo no solo pueden desviarse de los intereses y objetivos de los propietarios, como sucede por ejemplo con las maniobras de los gerentes de obstaculizar los intentos de adquisición de las empresas asumiendo un endeudamiento elevado para tal fin (Antoniou et al., 2008); otro aspecto en el que los mayores costes de agencia se manifiestan en las estructuras de capital es a través de la asimetría de la información, al existir un mayor riesgo de impago en entornos donde existe una mayor asimetría de la información (Leland & Pyle, 1977). Por este motivo no solo los accionistas maniobran para minimizar los costes de agencia y asegurar la solvencia de las compañías a largo plazo, también los prestamistas constituyen una parte activa en asegurarse de que esto sea así para que las empresas puedan cumplir con sus obligaciones contraídas y por tanto reducir el riesgo de impago (Triantis & Daniels, 1995). En el caso de los sistemas de financiación predominantemente bancaria, al concentrarse la financiación en un número más reducido de prestamistas que en los entornos de financiación predominantemente de mercado, los bancos mantienen una mayor influencia sobre las decisiones que afectan al gobierno de las empresas (Tung, 2009). Así, en los entornos en los que exista un predominio de la financiación bancaria, esta mayor influencia de los bancos en la gobernanza de las empresas en detrimento de otros *stakeholders* propicia el desarrollo de códigos de buen gobierno en los que la prioridad consiste en minimizar los costes de agencia, de manera que una menor asimetría en la información se

traduzca en un menor riesgo de impago. Sin embargo, la influencia que ejercen los bancos sobre los reguladores para que redacten y emitan códigos de buen gobierno en los que la calidad del gobierno corporativo está definida de acuerdo al criterio de agencia provoca que en estos países los códigos de buen gobierno presenten las limitaciones de agencia expuestas en el marco conceptual.

Conclusiones generales de la tesis y futuras líneas de investigación

Para concluir la presente tesis doctoral, a continuación exponemos las principales conclusiones alcanzadas así como las futuras líneas de investigación que se derivan de este estudio:

1. No existe una definición de calidad del gobierno corporativo única y universal; la profundidad del significado de esta definición queda determinada por el enfoque teórico con el que se aborde su expresión y medición.
2. La teoría de agencia constituye el enfoque teórico dominante en la conceptualización y medición de la calidad del gobierno corporativo.
3. La teoría de agencia presenta importantes limitaciones tanto conceptuales –constituye un enfoque universalista que le impide capturar de manera holística la complejidad del gobierno corporativo– como metodológicas –presenta un problema de endogeneidad que invalida la afirmación de que un mejor gobierno corporativo se traduce en un mejor desempeño financiero de la empresa– en definir y medir la calidad de la gobernanza. Ante estas limitaciones, concluimos que el empleo de enfoques teóricos alternativos a la agencia resulta necesario.
4. El enfoque de agencia sigue manteniendo una influencia dominante sobre los códigos de buen gobierno vigentes en la actualidad. Por tanto, las carencias que presenta la teoría de agencia se han trasladado a los códigos de buen gobierno, lo que impide que los códigos funcionen como auténticos mecanismos de mejora de la gobernanza de las empresas.
5. En los entornos de alto individualismo, baja distancia de poder, predisposición de los gerentes a delegar su autoridad y protección de los derechos de propiedad se desarrollan códigos de buen gobierno alineados con la teoría de agencia con el objetivo de asegurar el pago de dividendos como mecanismo de minimización de los costes de agencia. Esto implica que los códigos de buen gobierno desarrollados en estos entornos no están adaptados a las necesidades reales del gobierno de las empresas.
6. La preferencia de la financiación bancaria frente a la financiación de mercado en entornos de alta orientación al largo plazo y baja indulgencia repercute positivamente en la adhesión de los códigos de buen gobierno a los principios de agencia. Esto se debe a la influencia que ejercen los prestamistas bancarios para priorizar la transparencia de la información en los marcos regulatorios de la gobernanza de las empresas en detrimento de otros aspectos del gobierno corporativo. Esto tiene importantes repercusiones en aquellos entornos donde la influencia de las entidades bancarias es notable, ya que en estos entornos la influencia de los bancos obstaculiza que los códigos de buen gobierno promulguen aquellas “mejores prácticas” que incorporen los avances más recientes en el gobierno corporativo.

La presente tesis doctoral consigue reinterpretar el concepto de calidad del gobierno corporativo que utilizan tanto los académicos como los *practitioners*, y así superar en particular a la teoría de agencia que constituye el enfoque clásico y todavía predominante en el estudio del gobierno de las empresas. Con ello, la presente tesis doctoral proporciona a los reguladores las herramientas necesarias para que elaboren códigos de buen gobierno adaptados a las definiciones más actuales de calidad de la gobernanza, superando las carencias que presenta el enfoque de agencia e incorporando los últimos desarrollos en el estudio del gobierno corporativo. A pesar de la rápida difusión de los códigos de buen gobierno a nivel internacional y del interés creciente de la academia en estos códigos, la incidencia de graves fallos en la gobernanza de las empresas no ha remitido tras la amplia difusión de estos códigos de buen gobierno durante los últimos años. Por tanto, este proceso de mejora de los códigos de buen gobierno no solo resulta de gran importancia para las propias empresas y para todos los *stakeholders* que interactúan con ellas como hemos indicado anteriormente, sino que además está pendiente de ser implementado en la mayoría de las geografías. La presente tesis doctoral pretende servir de contribución a este objetivo global.

A partir de la contribución de nuestro trabajo al estudio del gobierno corporativo proponemos las siguientes líneas de investigación futuras:

- Ampliar el estudio de la definición de calidad del gobierno corporativo incorporando nuevos enfoques teóricos que aborden este concepto y nuevos participantes que influyan en los sistemas de gobierno corporativo de las empresas además de los reguladores.
- A partir del marco conceptual desarrollado y siguiendo la metodología empleada, estudiar la adhesión de los códigos de buen gobierno al enfoque conductista como marco teórico alternativo a la agencia.
- Ampliar el estudio de los códigos de buen gobierno además de según su alineación teórica, según la representación de las distintas temáticas del gobierno corporativo en los mismos.
- Realización de un estudio longitudinal que permita analizar la evolución temporal de la variable dependiente a medida que nuevos códigos de buen gobierno se van implantando en los países objeto de estudio.
- Incorporar en un estudio longitudinal otras dimensiones además de las culturales e institucionales; en particular aquellas de índole macroeconómica que permitan estudiar cómo la evolución del desarrollo económico influye en la orientación teórica de los códigos de buen gobierno.

Bibliografía

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *Journal of Finance*, 94(2), 291–309.
- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The Role of Boards of Directors in Corporate Governance : A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58–107.
- Agassi, J. (1975). Institutional individualism. *The British Journal of Sociology*, 26(2), 144–155.
- Aggarwall, R. K., & Goodell, J. W. (2014). Cross-national differences in access to finance: Influence of culture and institutional environments. *Research in International Business and Finance*, 31(May), 193–211.
- Aguilera, R., & Cuervo-Cazurra, A. (2004). Codes of Good Governance Worldwide : What is the Trigger? *Organization Studies*, 25(3), 415–443.
- Aguilera, R. V. (2005). Corporate Governance and Director Accountability: an Institutional Comparative Perspective. *British Journal of Management*, 16(1), S39–S53.
- Aguilera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. (2009). Codes of good governance. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 376–387.
- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2010). Comparative and International Corporate Governance. *The Academy of Management Annals*, 4(1), 485–556.
- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, 28(3), 447–465.
- Alali, F., Anandarajan, A., & Jiang, W. (2012). The effect of corporate governance on firm's credit ratings: further evidence using governance score in the United States. *Accounting & Finance*, 52(August 2009), 291–312.
- Alesina, A., & Giuliano, P. (2014). Culture and Institutions. *Journal of Economic Literature*, 53(4), 898–944.
- Allison, P. D. (1999). *Multiple regression: A primer*. Pine Forge Press.
- Almagtome, A., & Once, S. (2014). The relationship between Hofstede's national cultural values and corporate environmental disclosure: an international perspective. *Research Journal of Business and Management*, 1(3), 279–304.
- Anderson, J. R. (2015). *Cognitive Psychology and Its Implications*.
- Anderson, T. L., & McChesney, F. S. (2003). *Property rights: Cooperation, conflict, and law*. Princeton University Press.
- Antonczyk, W., Christian, R., & Salzmann, A. J. (2014). Long-Term Orientation and Relationship Lending: A Cross-Cultural Study on the Effect of Time Preferences on the Choice of Corporate Debt. *Management International Review*, 54(3), 381–415.
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The Determinants of Capital Structure: Capital Market Oriented versus Bank Oriented Institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59–92.
- Arcot, S., Faure-grimaud, A., & Bruno, V. (2010). Corporate Governance in the UK: is the

- Comply-or-Explain Approach Working? *International Review of Law and Economics*, 30(2), 193–201.
- Arora, P., & Dharwadkar, R. (2011). Corporate governance and corporate social responsibility (CSR): The moderating roles of attainment discrepancy and organization slack. *Corporate Governance*, 19(2), 136–152.
- Association française des entreprises privées & Mouvement des entreprises de France. (2018). Corporate Governance Code of Listed Corporations.
- ASX Corporate Governance Council. (2014). Corporate Governance Principles and Recommendations.
- Austrian Working Group for Corporate Governance - Federal Ministry of Finance. (2012). Austrian Code of Corporate Governance.
- Azarian, R. (2011). Potentials and Limitations of Comparative Method in Social Science. *International Journal of Humanities and Social Science*, 1(4), 113–125.
- Bae, S. C., Chang, K., & Kang, E. (2012). Culture, corporate governance, and dividend policy: international evidence. *Journal of Financial Research*, 35(2), 289–316.
- Bainbridge, S. (2008). *The new corporate governance in theory and practice*. Oxford University Press.
- Ball, R. (2001). Individualism, Collectivism, and Economic Development. *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 573, 57–84.
- Bandalos, D. L., & Finney, S. J. (2010). Factor Analysis: Exploratory and Confirmatory. In *Reviewer's guide to quantitative methods*. Nueva York: Routledge.
- Baptista, R. (2010). Culture, Political Institutions, and the Regulation of Entry. In *Entrepreneurship and Culture* (pp. 55–77). Springer, Berlin, Heidelberg.
- Baranchuk, N., Kieschnick, R. L., & Moussawi, R. (2011). Motivating Innovation in Newly Public Firms. *SSRN Electronic Journal*, (August). <https://doi.org/10.2139/ssrn.1784024>
- Basabe, N., & Ros, M. (2005). Cultural dimensions and social behavior correlates: Individualism-Collectivism and Power Distance. *International Review of Social Psychology*, 18(1), 189–225.
- Bearden, W. O., Money, R. B., & Nevins, J. L. (2006). A Measure of Long-Term Orientation: Development and Validation. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 34(3), 456–467.
- Beasley, M. S., Carcello, J. V., Hermanson, D. R., & Neal, T. L. (2009). The Audit Committee Oversight Process. *Contemporary Accounting Research*, 26(1), 65–122.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2004). *Pay without Performance: Overview of the issues*. Harvard University Press. Cambridge. <https://doi.org/10.5465/AMP.2006.19873407>
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2005). What Matters in Corporate Governance. *Review of Financial Studies*, 22(2), 783–827.
- Bebchuk, L., & Hamdani, A. (2009). The elusive quest for global governance standards. *University of Pennsylvania Law Review*, 157(5), 1263–1317.
- Belgian Corporate Governance Committee. (2009). The 2009 Belgian Code on Corporate Governance.
- Bianchi, M., Ciavarella, A., Novembre, V., & Signoretti, R. (2011). Comply or Explain: Investor

- Protection Through the Italian Corporate Governance Code. *Journal of Applied Corporate Finance*, 23(1), 107–121.
- Björkman, I., Fey, C. F., & Park, H. J. (2007). Institutional theory and MNC subsidiary HRM practices: evidence from a three-country study. *Journal of International Business Studies*, 38(3), 430–446.
- Björkman, I., & Gooderham, P. N. (2006). International human resource management research and institutional theory. In *Handbook of research in international human resource management* (pp. 463–474). Edward Elgar Publishing Limited.
- Blumenthal, A. L. (1975). A Reappraisal of Wilhelm Wundt. *American Psychologist*, 30(11), 1081–1088.
- Bochner, S., & Hesketh, B. (1994). Power distance, individualism/collectivism, and job-related attitudes in a culturally diverse work group. *Journal of Cross-Cultural Psychology*, 25(2), 233–257.
- Boone, A. L., Casares Field, L., Karpoff, J. M., & Raheja, C. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1), 66–101.
- Bosse, D. A., & Phillips, R. A. (2016). Agency theory and bounded self-interest. *Academy of Management Review*, 41(2), 276–297.
- Bourse de Luxembourg. (2013). The 10 Principles of Corporate Governance of the Luxembourg Stock Exchange.
- Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: a contingency model. *Strategic Management Journal*, 16(4), 301–312.
- Brammer, S., Jackson, G., & Matten, D. (2012). Corporate social responsibility and institutional theory: New perspectives on private governance. *Socio-Economic Review*, 10(1), 3–28.
- Brazilian Institute of Corporate Governance. (2016). Code of Best Practices of Corporate Governance.
- Brockway, M. (2010). *Corporate Governance Quotient CGQ*.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409–434.
- Brownstein, A. R. (2013). ISS Governance QuickScore : Back to the Future. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*.
- Bruton, G. D., Ahlstrom, D., & Li, H. L. (2010). Institutional theory and entrepreneurship: where are we now and where do we need to move in the future? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34(3), 421–440.
- Bruton, G., Filatotchev, I., Chahine, S., & Wright, M. (2010). Governance, ownership structure and performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments. *Strategic Management Journal*, 31(5), 491–509.
- Buck, T., & Shahrim, A. (2005). The translation of corporate governance changes across national cultures: The case of Germany. *Journal of International Business Studies*, 36(1), 42–61.
- Budde-Sung, A. (2013). The Invisible Meets the Intangible: Culture's Impact on Intellectual Property Protection. *Journal of Business Ethics*, 117(2), 345–359.

- Caers, R., Bois, C. Du, Jegers, M., Gieter, S. De, Schepers, C., & Pepermans, R. (2006). Principal-Agent Relationships on the Stewardship-Agency Axis. *Nonprofit Management & Leadership*, 17(1), 25–47.
- Campbell, J. L. (2007). Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility. *Academy of Management Review*, 32(3), 946–967.
- Canadian Office of the Superintendent of Financial Institutions. (2013). Corporate Governance Guidelines.
- Capital Markets Board of Turkey. (2014). Principles of Corporate Governance.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *The Financial Review*, 38(1), 33–53.
- Cashman, G. D., Gillan, S. L., & Jun, C. (2012). Going Overboard ? On Busy Directors and Firm Value. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3248–3259.
- Chan, M. C. C., Watson, J., & Woodliff, D. (2014). Corporate Governance Quality and CSR Disclosures. *Journal of Business Ethics*, 125(1), 59–73.
- Chang, A. (2018). Analysis on corporate governance compliance standards in New Zealand—a qualitative study on disclosures using content analysis and interviews. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 26(4), 505–525.
- Chang, K., Wee, J.-B., & Yi, H.-C. (2012). Does National Culture Influence the Firm’s Choice of Debt Maturity? *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 41(4), 424–457.
- Cheffins, B. R. (2013). The History of Corporate Governance. In *The Oxford handbook of corporate governance* (pp. 46–64).
- Chen, E., & Nowland, J. (2011). The effectiveness of corporate governance codes: Long-term analysis from East Asia. *Journal of International Commerce, Economics and Policy*, 2, 229–250.
- Child, D. (2006). *The essentials of factor analysis*. A&C Black.
- China Securities Regulatory Commission. (2004). Provisional Code of Corporate Governance for Securities Companies.
- Cicon, J. E., Ferris, S. P., Kammell, A. J., & Noronha, G. (2012). European Corporate Governance: a Thematic Analysis of National Codes of Governance. *European Financial Management*, 18(4), 620–648.
- Clune, R., Hermanson, D. R., Tompkins, J. G., & Ye, Z. (2014). The nominating committee process: A qualitative examination of board independence and formalization. *Contemporary Accounting Research*, 31(3), 748–786.
- Coles, J., Daniel, N., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329–356.
- Collier, P., & Zaman, M. (2005). Convergence in European corporate governance: the audit committee concept. *Corporate Governance: An International Review*, 13(6), 753–768.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2015). Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.
- Comisión para el Mercado Financiero de Chile. (2015). Norma de Carácter General N°385.

- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. (2016). CMVM Corporate Governance Code.
- Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio. (2009). Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para Sociedades.
- Consejo Coordinador Empresarial de México. (2010). Código de mejores prácticas corporativas.
- Corporate Governance Committee of the Budapest Stock Exchange. (2012). Corporate Governance Recommendations.
- Cremers, K. J. M., Nair, V. B., & Peyer, U. (2008). Takeover Defenses and Competition: The Role of Stakeholders. *Journal of Empirical Legal Studies*, 5(4), 791–818.
- Cremers, M. K. J., & Nair, V. B. (2005). Governance Mechanisms and Equity Prices. *The Journal of Finance*, LX(6), 2859–2894.
- Cuervo-Cazurra, A. (2002). Corporate Governance Mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 84–93.
- Cuervo-Cazurra, A., & Aguilera, R. V. (2004). The Worldwide Diffusion of Codes of Good Governance. *Corporate Governance and Firm Organization*, 14, 318–348.
- Cuomo, F., Mallin, C., & Zattoni, A. (2016). Corporate Governance Codes: A Review and Research Agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 222–241.
- Czech Securities Commission. (2004). Corporate Governance Code based on the OECD Principles.
- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella, A. A. (2003). Corporate governance: decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, 28(3), 371–382.
- Daily, C. M., Johnson, J. L., Ellstrand, A. E., & Dalton, D. R. (1998). Compensation committee composition as a determinant of CEO compensation. *Academy of Management Journal*, 4(2), 209–221.
- Daines, R., Gow, I., & Larcker, D. (2010). Rating the Ratings: How Good are Commercial Governance Ratings? *Journal of Financial Economics*, 98(3), 439–461.
- Daniel, S. J., Cieslewicz, J. K., & Pourjalali, H. (2012). The Impact of National Economic Culture and Country-Level Institutional Environment on Corporate Governance Practices Theory and Empirical Evidence. *Management International Review*, 52(3), 365–394.
- Danish Committee on Corporate Governance. (2014). Recommendations on Corporate Governance.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997a). Toward a Stewardship theory of management. *Academy of Management Journal*, 22(1), 20–47.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997b). Toward a Stewardship Theory of Management. *The Academy of Management Review*, 22(1), 20.
- Dawar, N., Parker, P., & Price, L. J. (1996). A Cross-Cultural Study of Interpersonal Information Exchange. *Journal of International Business Studies*, 27(3), 497–516.
- De la luz Fernández-Alles, M., & Valle-Cabrera, R. (2006). Reconciling institutional theory with organizational theories: How neoinstitutionalism resolves five paradoxes. *Journal of Organizational Change Management*, 19(4), 503–517.
- Dedman, E. (2002). The Cadbury Committee recommendations on corporate governance - A review of compliance and performance impacts. *International Journal of Management*

- Reviews*, 4(4), 335–352.
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (1999). *Bank-based and market-based financial systems: Cross-country comparisons*. *The World Bank*.
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147–160.
- Djokić, D., & Duh, M. (2016). Corporate governance quality in selected transition countries. *Managing Global Transitions*, 14(4), 335–350.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16, 49–66.
- Dutch Monitoring Committee of Corporate Governance. (2016). The Dutch Corporate Governance Code.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, 74(4), 650–659.
- Eckstein, A. (2016). Skin in the Game: Aligning the Interests of Credit Rating Agencies, Proxy Advisors, and Investors. *Harvard Business Law Review*, 7, 1–51.
- Economiesuisse. (2014). Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance.
- Ees, H., Gabriëlsson, J., & Huse, M. (2009). Toward a Behavioral Theory of Boards and Corporate Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 307–319.
- Elo, S., & Kyngäs, H. (2008). The qualitative content analysis process. *Journal of Advanced Nursing*, 62(1), 107–115.
- Enrione, A., Mazza, C., & Zerboni, F. (2006). Institutionalizing codes of governance. *American Behavioral Scientist*, 49(7), 961–973.
- Errity, M., & Stuckey, D. (2012). The Latest Trends in Board Practices. *The Corporate Governance Advisor*, 20(3), 22–24.
- Ettredge, M., Johnstone, K., Stone, M., & Wang, Q. (2011). The effects of firm size, corporate governance quality, and bad news on disclosure compliance. *Review of Accounting Studies*, 16(4), 866–889.
- Evangelopoulos, N., Zhang, X., & Prybutok, V. R. (2012). Latent Semantic Analysis: Five methodological recommendations. *European Journal of Information Systems*, 21(1), 70–86.
- Ferguson, E., & Cox, T. (1993). Exploratory factor analysis: A users' guide. *International Journal of Selection and Assessment*, 1(2), 84–94.
- Fernández, R. (2011). Does culture matter? In *Handbook of social economics* (pp. 481–510). North-Holland.
- Ferreira, D. (2014). Board Diversity : Should We Trust Research to Inform Policy? *Corporate Governance: An International Review*, 23(2), 108–111.
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are Busy Boards Effective Monitors? *The Journal of Finance*, LXI(2), 689–724.
- Fidrmuc, J. P., & Jacob, M. (2010). Culture, Agency Costs, and Dividends. *Journal of Comparative Economics*, 38(3), 321–339.
- Fikret Pasa, S. (2000). Leadership influence in a high power distance and collectivist culture.

Leadership & Organization Development Journal, 21(8), 414–426.

- Filatotchev, I., Jackson, G., & Nakajima, C. (2013). Corporate governance and national institutions: A review and emerging research agenda. *Asia Pacific Journal of Management*, 30(4), 965–986.
- Financial Reporting Council of Nigeria. (2016). National Code of Corporate Governance.
- Financial Reporting Council of the United Kingdom. (2014). The UK Corporate Governance Code.
- Finnish Securities Market Association. (2015). Finnish Corporate Governance Code.
- Fligstein, N., & Freeland, R. (1995). Theoretical and Comparative Perspectives on Corporate Organization. *Annual Review of Sociology*, 21(1), 21–43.
- Fondas, N. (2000). Women on boards of directors: gender bias or power threat? In *Women on corporate boards of directors* (pp. 171–177). Springer, Dordrecht.
- Forbes, D. P., & Milliken, F. J. (1999). Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-Making Groups. *The Academy of Management Review*, 24(3), 489.
- Foss, N. J., & Weber, L. (2016). “Putting Opportunism in the Back Seat: Bounded Rationality, Costly Conflict and Hierarchical Forms.” *Academy of Management Review*, 41(1), 61–79.
- Fracassi, C., & Tate, G. (2012). External Networking and Internal Firm Governance. *The Journal of Finance*, 67(1), 153–194.
- Francis, B., Hasan, I., & Sharma, Z. (2011). *Incentives and Innovation: Evidence from CEO Compensation Contracts*. Bank of Finland Research Discussion Papers.
- Francoeur, C., Labelle, R., & Sinclair-Desgagne, B. (2008). Gender diversity in corporate governance and top management. *Journal of Business Ethics*, 81(December), 83–95.
- Fung, B. (2014). The Demand and Need for Transparency and Disclosure in Corporate Governance. *Universal Journal of Management*, 2(2), 72–80.
- Gallagher, D. M. (2014). Outsized Power & Influence: The Role of Proxy Advisers. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*.
- Gambacorta, L., Yang, J., & Tsatsaronis, K. (2014). Financial Structure and Growth. *BIS Quarterly Review*, 17(4), 1–37.
- Gelfand, M. J., Raver, J. L., Nishii, L. H., Leslie, L. M., & Lun, J. (2011). Differences between Tight and Loose Cultures: A 33-Nation Study. In *Cornell University, ILR School*.
- Gerner-Beuerle, C. (2014). *Determinants of Corporate Governance Codes*.
- Gillan, S. L. (2006). Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 381–402. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.11.002>
- Glover, J. L., Champion, D., Daniels, K. J., & Dainty, A. J. D. (2014). An Institutional Theory perspective on sustainable practices across the dairy supply chain. *International Journal of Production Economics*, 152, 102–111.
- Gomez-mejia, L. R., & Wiseman, R. M. (2007). Does agency theory have universal relevance ? A reply to Lubatkin, Lane, Collin and Very. *Journal of Organizational Behavior*, 28(1), 81–88.
- Gompers, P. A., Ishii, J., & Metrick, A. (2009). Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States. *The Review of Financial Studies*, 23(3), 1051–1088.

- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–156.
- Gorodnichenko, Y., & Roland, G. (2017). Culture, institutions, and the wealth of nations. *Review of Economics and Statistics*, 99(3), 402–416.
- GPW Corporate Governance Consultation Committee. (2016). Best Practice for GPW Listed Companies.
- Greenfield, P. M. (2000). Three approaches to the psychology of culture: Where do they come from? Where can they go? *Asian Journal of Social Psychology*, 3(3), 223–240.
- Greif, A. (1998). Historical and comparative institutional analysis. *The American Economic Review*, 88(2), 80–84.
- Groysberg, B., & Bell, D. (2013). Dysfunction in the Boardroom. *Harvard Business Review*, 91(6), 89–97.
- Hahn, T. (2015). Reciprocal Stakeholder Behavior: A Motive-Based Approach to the Implementation of Normative Stakeholder Demands. *Business and Society*, 54(1), 9–51.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2014). *Multivariate Data Analysis*. Pearson Education Limited.
- Hambrick, D. C., Misangyi, V. F., & Park, C. A. (2015). The quad model for identifying a corporate director's potential for effective monitoring: Toward a new theory of board sufficiency. *Academy of Management Review*, 40(3), 323–344.
- Hambrick, D. C., Werder, A. V., & Zajac, E. J. (2008). New Directions in Corporate Governance Research. *Organization Science*, 19(3), 381–385.
- Harrison, J. R., & Li, J. (2008). Corporate governance and national culture: a multi-country study. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 8(5), 607–621.
- Haskovec, N. (2012). *Codes of Corporate Governance*.
- Haxhi, I., & Aguilera, R. V. (2017). An Institutional Configurational Approach to Cross-National Diversity in Corporate Governance. *Journal of Management Studies*, 54(3), 261–303.
- Haxhi, I., Ees, H. Van, & Sorge, A. (2013). A Political Perspective on Business Elites and Institutional Embeddedness in the UK Code-Issuing Process. *Corporate Governance: An International Review*, 21(6), 535–546.
- Haxhi, I., & van Ees, H. (2010). Explaining diversity in the worldwide diffusion of codes of good governance. *Journal of International Business Studies*, 41(4), 710–726.
- Hellenic Corporate Governance Council. (2013). Hellenic Corporate Governance Code For Listed Companies.
- Hennart, J. F. (1994). The “comparative institutional” theory of the firm: some implications for corporate strategy. *Journal of Management Studies*, 31(2), 193–208.
- Hermanson, D. R., Tompkins, J. G., Veliyath, R., & Ye, Z. (2012). The compensation committee process. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 666–709.
- Hermes, N., Postma, T. J., & Zivkov, O. (2006). Corporate governance codes in the European Union: Are they driven by external or domestic forces? *International Journal of Managerial Finance*, 2(4), 280–301.
- Hermes, N., Postma, T. J., & Zivkov, O. (2007). Corporate governance codes and their contents: An

- analysis of Eastern European codes. *Journal for East European Management Studies*, 53–74.
- Heugens, P. P. M. A. R., & Otten, J. A. J. (2007). Beyond the Dichotomous Worlds Hypothesis: towards a plurality of corporate governance logics. *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1288–1301.
- Hitz, J.-M., & Lehmann, N. (2017). Empirical Evidence on the Role of Proxy Advisors in European Capital Markets. *European Accounting Review*, (1), 1–33.
- Hofstede, G. (1983). The Cultural Relativity of Organizational Practices and Theories. *Journal of International Business Studies*, 14(2), 75–89.
- Hofstede, G. (2003). *Culture's consequences: Comparing values, behaviors, institutions and organizations across nations*. Sage publications.
- Hofstede, G., Hofstede, G. J., & Minkov, M. (2010). *Cultures and Organizations: Software of the Mind*. McGraw Hill.
- Hofstede, G., & Minkov, M. (2013). Values survey module manual.
- Hoitash, U. (2010). Should Independent Board Members with Social Ties to Management Disqualify Themselves from Serving on the Board? *Journal of Business Ethics*, 99(3), 399–423.
- Hsieh, H.-F., & Shannon, S. (2005). Three Approaches to Qualitative Content Analysis. *Qualitative Health Research*, 15(9), 1277–1288.
- Humphries, S. A., & Whelan, C. (2017). National culture and corporate governance codes. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(1), 152–163.
- Huse, M. (2005). Accountability and creating accountability: A framework for exploring behavioural perspectives of corporate governance. *British Journal of Management*, 16, 65–79.
- Huse, M., Hoskisson, R., Zattoni, A., & Viganò, R. (2011). New perspectives on board research: Changing the research agenda. *Journal of Management and Governance*, 15(1), 5–28.
- Huse, M., Uhlaner, L., & Wright, M. (2007). Private Firms and Corporate Governance: An Integrated Economic and Management Perspective. *Small Business Economics*, 29(3), 225–241.
- Husted, B. W., & Allen, D. B. (2006). Corporate social responsibility in the multinational enterprise: Strategic and institutional approaches. *Journal of International Business Studies*, 37(6), 838–849.
- Iliev, P., Lins, K. V., Miller, D. P., & Roth, L. (2015). Shareholder Voting and Corporate Governance Around the World. *Review of Financial Studies*, 28(8), 2167–2202.
- IMF. (2019). *World Economic Outlook, April 2019*.
- Indian Ministry of Corporate Affairs. (2009). Corporate governance voluntary guidelines.
- Indonesian National Committee on Governance. (2006). Indonesias's Code of Corporate Governance.
- Institute of Directors in Southern Africa. (2009). King Code of Governance for South Africa.
- Institutional Shareholders Services. (2017). ISS: the global leader in governance. In *ISS: the global leader in governance*.
- Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones. (2004). Código de Mejores Prácticas de

- Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina.
- Investor Stewardship Group. (2017). Corporate Governance Principles For US Listed Companies.
- Iran's Securities and Exchange Organization. (2005). Iranian Code of Corporate Governance.
- ISS. (2016). QualityScore: Overview and Updates, (November).
- Italian Corporate Governance Committee. (2015). Code of selfdiscipline.
- Iwu-Egwuonwu, R. C. (2011). Behavioral Governance, Accountability and Corporate Governance Quality. *Journal of Economics and International Finance*, 3(1), 1–12.
- Jamali, D., Safieddine, A. M., & Rabbath, M. (2008). Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Synergies and Interrelationships. *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), 443–459.
- Jensen, M. C. (2012). The foundations and future of agency theory. In *Academy of Management Annual Meeting*.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225. <https://doi.org/10.1086/261677>
- Jiraporn, P., Kim, J. C., & Kim, Y. S. (2011). Dividend payouts and corporate governance quality: An empirical investigation. *The Financial Review*, 46(2), 251–279.
- Johnson, N. B., & Droege, S. (2004). Reflections on the generalization of agency theory: Cross-cultural considerations. *Human Resource Management Review*, 14(3), 325–335.
- Jørgensen, T. B., & Sørensen, D.-L. (2012). Codes of Good Governance: National or Global Public Values? *Public Integrity*, 15(1), 71–96.
- Kang, L. S., & Payal. (2012). Women on corporate boards: A literature review. *Indian Journal of Corporate Governance*, 5(1), 33–49.
- Kauppi, K. (2013). Extending the use of institutional theory in operations and supply chain management research: Review and research suggestions. *International Journal of Operations & Production Management*, 33(10), 1318–1345.
- Keay, A. (2014). Comply or explain in corporate governance codes: in need of greater regulatory oversight? *Cambridge University Press Legal Studies*, 34(2), 279–304.
- Kim, U. E., Triandis, H. C., Kâğitçibaşı, Ç. E., Choi, S. C. E., & Yoon, G. E. (1994). *Individualism and collectivism: Theory, method, and applications*. Sage Publications, Inc.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375–400.
- Kline, P. (1994). *An easy guide to factor analysis*. Newbury Park: Sage Publications, Inc.
- Korean Committee on Corporate Governance. (2003). Code of Best Practices for Corporate Governance.
- Kostova, T., Roth, K., & Dacin, M. T. (2008). Institutional theory in the study of multinational corporations: A critique and new directions. *Academy of Management Review*, 33(4), 994–1006.
- Kramer, L. (2011). Age vs. experience: Fixing on the ideal blend and balance. *Directors & Boards*,

35(3), 28–31.

- Kumar, P., & Zattoni, A. (2014). Ownership, managerial entrenchment, and corporate performance. *Corporate Governance: An International Review*, 22(1), 1–3.
- Kyriacou, A. (2016). Individualism–collectivism, governance and economic development. *European Journal of Political Economy*, 42, 91–104.
- La Porta, R., Lopez-de-silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The Economic Consequences of Legal Origins. *Journal of Economic Literature*, 46(2), 285–332.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1999). The quality of government. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 15(1), 222–279.
- Landauer, T. K., Laham, D., Rehder, B., & Schreiner, M. E. (1997). How Well Can Passage Meaning be Derived without Using Word Order ? A Comparison of Latent Semantic Analysis and Humans. In *Proceedings of the 19th annual meeting of the Cognitive Science Society* (pp. 412–417).
- Larcker, D. F., McCall, A. L., & Ormazabal, G. (2015). Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms. *The Journal of Law and Economics*, 58(1), 173–204.
- Larcker, D. F., & Tayan, B. (2011). Seven Myths of Corporate Governance. *Stanford Closer Look Series*, 1–9.
- Laster, T. (2012). Cognitive Bias in Director Decision-Making. *The Corporate Governance Advisor*, 20(6), 1–9.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371–387.
- Li, K., Griffin, D., Yue, H., & Zhao, L. (2013). How does culture influence corporate risk-taking? *Journal of Corporate Finance*, 23, 1–22.
- Licht, A. N. (2000). *The Mother of All Path Dependencies: Toward a Cross-Cultural Theory of Corporate Governance Systems*.
- Licht, A. N. (2015). *Culture and Law in Corporate Governance*.
- Licht, A. N., Goldschmidt, C., & Schwartz, S. H. (2005). Culture, Law, and Corporate Governance. *International Review of Law and Economics*, 25(2), 229–255.
- Lin, R. J., & Sheu, C. (2012). Why do firms adopt/implement green practices?—an institutional theory perspective. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 57, 533–540.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, 59–77.
- Ljubljana Stock Exchange Slovenian Directors' Association y Managers' Association of Slovenia. (2016). Slovene Corporate Governance Code for Listed Companies.
- Lubatkin, M., Lane, P. J., Collin, S., & Very, P. (2007). An embeddedness framing of governance and opportunism : towards a cross- nationally accommodating theory of agency. *Journal of Organizational Behavior*, 58(1), 43–58.

- Lütz, S., Eberle, D., & Lauter, D. (2011). Varieties of private self-regulation in European capitalism: corporate governance codes in the UK and Germany. *Socio-Economic Review*, 9(2), 315–338.
- Lynn, R., & Martin, T. (1995). National differences for thirty-seven nations in extraversion, neuroticism, psychoticism and economic, demographic and other correlates. *Personality and Individual Differences*, 19(3), 54–57.
- Maali, B. M., & Al-attar, A. (2017). Corporate Disclosure and Cultural Values: A Test for Multinational Corporations. *The Journal of Developing Areas*, 51(3), 251–265.
- Mahadeo, J. D., Soobaroyen, T., & Hanuman, V. O. (2012). Board Composition and Financial Performance: Uncovering the Effects of Diversity in an Emerging Economy. *Journal of Business Ethics*, 105(3), 375–388.
- Maharaj, R. (2008). Corporate governance, groupthink and bullies in the boardroom. *International Journal of Disclosure and Governance*, 5(1), 68–92.
- Mahoney, P. G. (2001). Legal Studies Working Papers Series The Common Law and Economic Growth: Hayek Might be Right. *The Journal of Legal Studies*, 30(2), 503–525.
- Malaysian Securities Commission. (2012). Malaysian Code on Corporate Governance.
- Markus, H. R., & Kitayama, S. (1991). Culture and the Self: Implications for Cognition, Emotion, and Motivation. *Psychological Review*, 98(2), 224–253.
- Matsa, D. A., & Miller, A. R. (2013). A Female Style in Corporate Leadership? Evidence from Quotas. *American Economic Journal: Applied Economics*, 5, 136–169.
- McDonald, M. L., & Westphal, J. D. (2011). My brother's keeper? CEO identification with the corporate elite, social support among CEOs and leader effectiveness. *Strategic Management Journal*, 54(4), 661–693.
- Mcgaughey, E. (2016). The Codetermination Bargains: The History of German Corporate and Labour Law. *Columbia Journal of European Law*, 23(1).
- Meyer, J. W., & Rowan, B. (1977). Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. *American Journal of Sociology*, 83(2), 340–363.
- Miller, J. G. (1994). Cultural diversity in the morality of caring: Individually oriented versus duty-based interpersonal moral codes. *Cross-Cultural Research*, 28(1), 3–39.
- Minichilli, A., Nielsen, S., Zattoni, A., & Huse, M. (2012). Board task performance : An exploration of micro- and macro-level determinants of board effectiveness. *Journal of Organizational Behavior*, 33(January 2011), 193–215.
- Mintz, S. M. (2005). Corporate Governance in an International Context: legal systems, financing patterns and cultural variables. *Corporate Governance: An International Review*, 13(5), 582–598.
- Monetary Authority of Singapore. (2012). Code of Corporate Governance.
- Morck, R. (2008). Behavioral finance in corporate governance: economics and ethics of the devil's advocate. *Journal of Management & Governance*, 12(2), 179–200.
- Moscow Stock Exchange. (2014). Russian Code of Corporate Governance.
- Mousavi, Z., & Moridipour, H. (2013). Corporate Governance Quality: A Literature Review. *International Research Journal of Applied and Basic Sciences*, 4(10), 3093–3098.
- Müller, W. C., Bovens, M., Grønnegaard, J., Jenny, M., & Yesilkagit, K. (2010). Legal

- Europeanization: Comparative perspectives. *Public Administration*, 88(1), 75–87.
- Murphy, S. a., & McIntyre, M. L. (2007). Board of director performance: a group dynamics perspective. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 7(2), 209–224.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- Nasdaq OMX Riga. (2010). Principles of Corporate of Governance and Recommendations on their implementation.
- Nasdaq OMX Vilnius. (2010). The Corporate Governance Code for the Companies Listed on NASDAQ OMX Vilnius.
- Nau, H. H. (2005). Institutional, evolutionary and cultural aspects in Max Weber's social economics. *Papers in Political Economy*, 2, 127–142.
- New Zealand Securities Commission. (2004). Corporate governance in New Zealand: Principles and Guidelines.
- Nordberg, D., & McNulty, T. (2013). Creating better boards through codification: Possibilities and limitations in UK corporate governance, 1992 – 2010. *Business History*, 55(3), 348–374.
- Ntim, C. G., & Soobaroyen, T. (2013). Corporate Governance and Performance in Socially Responsible Corporations: New Empirical Insights from a Neo-Institutional framework. *Corporate Governance: An International Review*, 21(5), 468–494.
- OECD. (2015). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publishing.
- OECD. (2017). Report of the Chair of the Working Group on the Future Size and Membership of the Organisation to Council - Framework for the Consideration of Prospective Members. In *Meeting of the OECD Council at Ministerial Level*.
- Peni, E., & Vähämaa, S. (2012). Did Good Corporate Governance Improve Bank Performance during the Financial Crisis? *Journal of Financial Services Research*, 41(1–2), 19–35.
- Pepper, A., & Gore, J. (2015). Behavioral Agency Theory: New Foundations for Theorizing About Executive Compensation. *Journal of Management*, 41(4), 1045–1068.
- Pettigrew, A. M. (1992). On studying managerial elites. *Strategic Management Journal*, 13, 163–182.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (2003). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. Stanford University Press.
- Pietrancosta, A. (2011). Enforcement of corporate governance codes: A legal perspective. *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, (1), 27–39.
- Pillai, R. R., & Al-Malkawi, H. A. N. (2016). Corporate governance in the GCC countries: Empirical assessment using conventional and non-conventional indices. *The Journal of Developing Areas*, 50(6), 69–88.
- Powell, W. W., & DiMaggio, P. J. (2012). *The new institutionalism in organizational analysis*. University of Chicago press.
- Pugliese, A., Minichilli, A., & Zattoni, A. (2014). Integrating Agency and Resource Dependence Theory: Firm Profitability, Industry Regulation, and Board Tasks Performance. *Journal of Business Research*, 67(6), 1189–1200.
- Raelin, J. D., & Bondy, K. (2013). Putting the good back in good corporate governance: The

- presence and problems of double-layered agency theory. *Corporate Governance (Oxford)*, 21(5), 420–435.
- Rafiee, V., & Sarabdeen, J. (2012). The cultural influence in the practice of corporate governance in emerging markets. *Communication of IBIMA*, 2012, 1–10.
- Rapp, J. K., Bernardi, R. A., & Bosco, S. M. (2010). Examining The Use of Hofstede’s Uncertainty Avoidance Construct in International Research : A 25-Year Review. *International Business Research*, 4(1).
- Reber, A. S. (1986). *Dictionary of Psychology* (p. 170).
- Redondo, A., & Bilbao, P. (2018). The substance of good corporate governance: an interpretative analysis of corporate governance quality and its metrics. *Rivista Internazionale Di Scienze Sociali*, 140(3), 283–306.
- Regierungskommission. (2015). German Corporate Governance Code.
- Rejchrt, P., & Higgs, M. (2015). When in Rome: How Non-domestic Companies Listed in the UK May Not Comply with Accepted Norms and Principles of Good Corporate Governance. Does Home Market Culture Explain These Corporate Behaviours and Attitudes to Compliance? *Journal of Business Ethics*, 129(1), 131–159.
- Renders, A., Gaeremynck, A., & Sercu, P. (2010). Corporate-governance ratings and company performance: A cross-European study. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 87–106.
- Réthi, G. (2012). Relation between tax evasion and Hofstede’s 4 + 2 model. *European Journal of Management*, 12(3), 61–72.
- Ringov, D., & Zollo, M. (2007). The impact of national culture on corporate social performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 7(4), 476–485.
- Roberts, J., McNulty, T., & Stiles, P. (2005). Beyond agency conceptions of the work of the non-executive director: Creating accountability in the boardroom. *British Journal of Management*, 16(s1).
- Rockwell, R. C. (1975). Assessment of multicollinearity: The Haitovsky test of the determinant. *Sociological Methods & Research*, 3(3), 308–320.
- Romano, R., Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). The Promise and Peril of Corporate Governance Indices. *Columbia Law Review*, 108(8), 1803–1882.
- Sacconi, L. (2004). Corporate Social Responsibility (CSR) as a model of “Extended” Corporate Governance: an explanation based on the economic theories of social contract, reputation and reciprocal conformism. *LIUC, Ethics, Law and Economics Paper*, 142.
- Şahin, K. (2015). The legitimacy of codes of corporate governance: perspectives from developed and emerging economies. *Journal of Management & Governance*, 19(3), 687–708.
- Saldanha, J. P., Mello, J. E., Knemeyer, A. M., & Vijayaraghavan, T. A. S. (2015). Implementing supply chain technologies in emerging markets: An institutional theory perspective. *Journal of Supply Chain Management*, 51(1), 5–26.
- Salvioni, D., Gennari, F., & Bosetti, L. (2016). Sustainability and Convergence: The Future of Corporate Governance Systems? *Sustainability*, 8(11), 1203–1228.
- Saudi Capital Market Authority. (2017). Corporate Governance Regulations in the Kingdom of Saudi Arabia.

- Schermerhorn, J. R., & Harris Bond, M. (1997). Cross-cultural leadership dynamics in collectivism and high power distance settings. *Leadership & Organization Development Journal*, 18(4), 187–193.
- Schnyder, G. (2012). Measuring Corporate Governance: Lessons From The Bundles Approach. *Centre for Business Research, University of Cambridge*, 438(December).
- Schwartz, S. H. (1990). Individualism-collectivism: Critique and proposed refinements. *Journal of Cross-Cultural Psychology*, 21(2), 139–157.
- Scott, R. W. (1987). The Adolescence of Institutional Theory. *Administrative Science Quarterly*, 32(4), 493–511.
- Scott, R. W. (2005). Institutional Theory: Contributing to a Theoretical Research Program. In *Great Minds in Management: The Process of Theory Development* (pp. 460–484).
- Selznick, P. (2011). *Leadership in administration: a sociological interpretation*. (Q. P. Books, Ed.).
- Shabbir, A., & Padgett, C. (2008). The UK Code of Corporate Governance: Link between compliance and firm performance. *Proceedings of the 4th European Conference on Management Leadership and Governance*.
- Shaw, D. (2011). The Directors & Boards Survey: Director Age and Tenure. *Directors & Boards*, 35(3), 38–40.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737. <https://doi.org/10.2307/2329497>
- Shweder, R. A., & Sullivan, M. (1993). Cultural Psychology: Who Needs It? *Annual Review of Psychology*, 44(1), 497–523.
- Silberhorn, D., & Warren, R. C. (2007). Defining corporate social responsibility: A view from big companies in Germany and the UK. *European Business Review*, 19(5), 352–372.
- Singelis, T. M., Triandis, H. C., Bhawuk, D. P., & Gelfand, M. J. (1995). Horizontal and Vertical Dimensions of Individualism and Collectivism: A Theoretical and Measurement Refinement. *Cross-Cultural Research*, 29(3), 240–275.
- Sison, A. J. (2000). The Cultural Dimension of Codes of Corporate Governance: A Focus on the Olivencia Report. *Journal of Business Ethics*, 27(1–2), 181–192.
- Sjåfjell, B. (2017). When the Solution Becomes the Problem: The Triple Failure of Corporate Governance Codes. In *Corporate Governance Codes for the 21st Century2* (pp. 23–55). Springer.
- Slovak Association of Corporate Governance. (2008). Corporate Governance Code for Slovakia.
- Smith, A., & Hume, E. C. (2005). Linking culture and ethics: A comparison of accountants' ethical belief systems in the individualism/collectivism and power distance contexts. *Journal of Business Ethics*, 62(3), 209–220.
- Soltani, B., & Maupetit, C. (2015). Importance of core values of ethics, integrity and accountability in the European corporate governance codes. *Journal of Management & Governance*, 19(2), 259–284.
- Spitzeck, H., Hansen, E., & Grayson, D. (2011). Joint management-stakeholder committees—a new path to stakeholder governance? *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 11(5), 560–568.

- Stock Exchange of Hong Kong. (2004). Hong Kong Exchange Corporate Governance Code.
- Stock Exchange of Thailand. (2012). The Principles of Good Corporate Governance for Listed Companies.
- Strand, R., Freeman, R. E., & Hockerts, K. (2015). Corporate social responsibility and sustainability in Scandinavia: An overview. *Journal of Business Ethics*, 127(1), 1–15.
- Strauss, A. L., & Corbin, J. M. (1998). *Basics of Qualitative Research: Techniques and Procedures for Developing Grounded Theory*. Sage Publications, Inc.
- Sun, J., Yoo, S., Park, J., & Hayati, B. (2018). Indulgence versus Restraint: The Moderating Role of Cultural Differences on the Relationship between Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance. *Journal of Global Marketing*, May, 1–10.
- Sundaramurthy, C., & Lewis, M. (2003). Control and collaboration: Paradoxes of governance. *Academy of Management Review*, 28(3), 397–415.
- Tabachnick, B. G., & Fidell, L. S. (2019). *Using Multivariate Statistics* (7th editio). Pearson Education, Inc.
- Tadesse, B. S., & Kwok, C. (2006). National Culture and Financial Systems. *Journal of International Business Studies*, 37(2), 227–247.
- Taipei Exchange. (2014). Corporate Governance Principles and Recommendations.
- Tallinn Stock Exchange y Financial Supervision Authority. (2005). Corporate of Governance Recommendations.
- Tang, L., & Koveos, P. E. (2008). A framework to update Hofstede’s cultural value indices: economic dynamics and institutional stability. *Journal of International Business Studies*, 39(6), 1045–1063.
- Taub, S. (2005). ISS and IRRC to Merge.
- Terjesen, S., Aguilera, R. V, & Lorenz, R. (2015). Legislating a Woman’s Seat on the Board: Institutional Factors Driving Gender Quotas for Boards of Directors. *Journal of Business Ethics*, 128(3), 233–251.
- The Heritage Foundation. (2019). *2019 Index of Economic Freedom*.
- The Norwegian Corporate Governance Board. (2014). The Norwegian Code of Practice for Corporate governance.
- The Swedish Corporate Governance Board. (2015). The Swedish Corporate Governance Code.
- Thomsen, S. (2006). The Hidden Meaning of Codes: Corporate governance and investor rent seeking. *European Business Organization Law Review (EBOR)*, 7(4), 845–861.
- Tipurić, D., Dvorski, K., & Delić, M. (2014). Measuring the Quality of Corporate Governance—A Review of Corporate Governance Indices. *European Journal of Economics and Management*, 1(1), 234–251.
- Tokyo Stock Exchange. (2015). Japan’s Corporate Governance Code Seeking Sustainable Corporate Growth and Increased Corporate Value over the Mid- to Long-Term.
- Tolbert, P. S., David, R. J., & Sine, W. D. (2011). Studying choice and change: The intersection of institutional theory and entrepreneurship research. *Organization Science*, 22(5), 1332–1344.
- Triandis, H. C. (2001). Individualism-Collectivism and Personality. *Journal of Personality*, 69(6),

907–924.

- Triantis, G. G., & Daniels, R. J. (1995). The Role of Debt in Interactive Corporate Governance Corporate Governance. *California Law Review*, *83*(4), 1073–1113.
- Tseng, C.-Y., & Jian, J.-Y. (2016). Board members' educational backgrounds and branding success in Taiwanese firms. *Asia Pacific Management Review*, *21*(2), 111–124.
- Tuggle, C. S., Sirmon, D. G., Reutzell, C. R., & Bierman, L. (2010). Commanding board of director attention: Investigating how organizational performance and ceo duality affect board members' attention to monitoring. *Strategic Management Journal*, *31*(9), 946–968.
- Tung, F. (2009). Leverage in the board room: The unsung influence of private lenders in corporate governance. *UCLA Law Review*, *57*, 115–181.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1989). Rational Choice and the Framing of Decisions. In *Multiple Criteria Decision Making and Risk Analysis Using Microcomputers* (pp. 81–126). Springer, Berlin, Heidelberg.
- United Arab Emirates Ministry of Economy. (2009). Ministerial Resolution No. (518) of 2009 Concerning Governance Rules and Corporate Discipline Standards.
- Vaismoradi, M., Turunen, H., & Bondas, T. (2013). Content analysis and thematic analysis: Implications for conducting a qualitative descriptive study. *Nursing & Health Sciences*, *15*(3), 398–405.
- van Essen, M., Otten, J., & Carberry, E. (2015). Assessing managerial power theory: A meta-analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation. *Journal of Management*, *41*(1), 164–202.
- van Puyvelde, S., Caers, R., du Bois, C., & Jegers, M. (2012). The Governance of Nonprofit Organizations: Integrating Agency Theory With Stakeholder and Stewardship Theories. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, *41*(3), 431–451.
- Vitell, S. J., Nwachukwu, S. L., & Barnes, J. H. (1993). The Effects of Culture on Ethical Decision-Making: An Application of Hofstede's typology. *Journal of Business Ethics*, *12*(10), 753–760.
- Washington, M., & Patterson, K. D. (2011). Hostile takeover or joint venture: Connections between institutional theory and sport management research. *Sport Management Review*, *14*(1), 1–12.
- Webb, J. W., Ireland, R. D., Hitt, M. A., Kistruck, G. M., & Tihanyi, L. (2011). Where is the opportunity without the customer? An integration of marketing activities, the entrepreneurship process, and institutional theory. *Journal of the Academy of Marketing Science*, *39*(4), 537–554.
- Weber, R. P. (1990). *Basic content analysis*. Beverly Hills, CA: Sage Publications, Inc.
- Weir, C., & Laing, D. (2000). The Performance-Governance Relationship : The Effects of Cadbury Compliance on UK Quoted Companies. *Journal of Management and Governance*, *(4)*, 265–281.
- Westphal, J. D., & Bednar, M. K. (2005). Pluralistic ignorance in corporate boards and firms' strategic persistence in response to low firm performance. *Administrative Science Quarterly*, *50*(2), 262–298.
- Westphal, J. D., & Zajac, E. J. (2013). A Behavioral Theory of Corporate Governance: Explicating the

- Mechanisms of Socially Situated and Socially Constituted Agency. *The Academy of Management Annals*, 7(1), 607–661.
- Williams, Z., Lueg, J. E., Taylor, R. D., & Cook, R. L. (2009). Why all the changes? An institutional theory approach to exploring the drivers of supply chain security (SCS). *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*, 39(7), 595–618.
- Yang, Y., & Konrad, A. M. (2011). Understanding diversity management practices: Implications of institutional theory and resource-based theory. *Group & Organization Management*, 36(1), 6–38.
- Yang, Z., & Su, C. (2014). Institutional theory in business marketing: A conceptual framework and future directions. *Industrial Marketing Management*, 43(5), 721–725.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation for firms with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(1494), 185–211.
- Yermack, D. (2010). Shareholder Voting and Corporate Governance. *Annual Review of Financial Economics*, 2(1), 103–125.
- Yoshikawa, T., & Rasheed, A. (2009). Convergence of corporate governance: Critical review and future directions. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 388–404.
- Zahra, S. A., Neubaum, D. O., & Huse, M. (2000). Entrepreneurship in Medium-Size Companies : Exploring the Effects of Ownership and Governance Systems. *Journal of Management*, 26(5), 947–976.
- Zaman, M., Hudaib, M., & Haniffa, R. (2011). Corporate governance quality, audit fees and non-audit services fees. *Journal of Business Finance and Accounting*, 38(1–2), 165–197.
- Zattoni, A., & Cuomo, F. (2008). Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives. *Corporate Governance: An International Review*, 16(1), 1–15.
- Zattoni, A., & Cuomo, F. (2010). *How independent, competent and incentivized should non-executive directors be? An empirical investigation of good governance codes. British Journal of Management* (Vol. 21).
- Zattoni, A., & Van Ees, H. (2012). How to contribute to the development of a global understanding of corporate governance? Reflections from submitted and published articles in CGIR. *Corporate Governance: An International Review*, 20(1), 106–118.
- Zengrui, T., Buitrago, G. A., & Odilova, S. (2017). Will a Collectivistic Culture protect your Intellectual Property? Effect of Individualism on Intellectual Property Protection. *International Business Research*, 10(11), 111–116.
- Zhang, X., Liang, X., & Sun, H. (2013). Individualism–Collectivism, Private Benefits of Control, and Earnings Management: A Cross-Culture Comparison. *Journal of Business Ethics*, 114(4), 655–664.
- Zitouni, T. (2016). Index Approach of Corporate Governance. *Global Journal of Management And Business Research*, 16(2), 1–11.
- Zsidisin, G. A., Melnyk, S. A., & Ragatz, G. L. (2005). An institutional theory perspective of business continuity planning for purchasing and supply management. *International Journal of Production Research*, 43(16), 3401–3420.

Anexos

Anexo 1 – Variables independientes

Dimensiones culturales de Hofstede

País	Individualismo	Masculinidad	Distancia de poder	Aversión a la incertidumbre	Orientación a largo plazo	Indulgencia
Alemania	67	66	35	65	83	40
Arabia Saudita	25	60	95	80	36	52
Argentina	46	56	49	86	20	62
Australia	90	61	38	51	21	71
Austria	55	79	11	70	60	63
Bélgica	75	54	65	94	82	57
Brasil	38	49	69	76	44	59
Canadá	80	52	39	48	36	68
Chile	23	28	63	86	31	68
China	20	66	80	30	87	24
Colombia	13	64	67	80	13	83
Dinamarca	74	16	18	23	35	70
Emiratos Árabes Unidos	25	50	90	80	-	-
Eslovaquia	52	100	100	51	77	28
Eslovenia	27	19	71	88	49	48
España	51	42	57	86	48	44
Estados Unidos	91	62	40	46	26	68
Estonia	60	30	40	60	82	16
Finlandia	63	26	33	59	38	57
Francia	71	43	68	86	63	48
Grecia	35	57	60	100	45	50
Hong Kong	25	57	68	29	61	17
Hungría	80	88	46	82	58	31
India	48	56	77	40	51	26
Indonesia	14	46	78	48	62	38
Irán	41	43	58	59	14	40
Italia	76	70	50	75	61	30
Japón	46	95	54	92	88	42
Letonia	70	9	44	63	69	13
Lituania	60	19	42	65	82	16
Luxemburgo	60	50	40	70	64	56
Malasia	26	50	100	36	41	57
México	30	69	81	82	24	97
Nigeria	30	60	80	55	13	84

Noruega	69	8	31	50	33	75
Nueva Zelanda	79	58	22	49	35	55
Países Bajos	80	14	38	53	67	68
Polonia	60	64	68	93	38	29
Portugal	27	31	63	99	28	33
Reino Unido	89	66	35	35	51	69
República Checa	58	57	57	74	70	63
República de Corea	18	39	60	85	100	29
Rep. de Sudáfrica	65	63	49	49	34	29
Rusia	39	36	93	95	81	20
Singapur	20	48	74	8	72	46
Suecia	71	5	31	29	53	78
Suiza	68	70	34	58	74	66
Tailandia	20	34	64	64	32	45
Taiwán	17	45	58	69	93	49
Turquía	37	45	66	85	46	49

Dimensiones institucionales

País	Ratio Crédito bancario/Cap. Bursátil normalizado	Índice de Derechos de Propiedad	Cooperación empresarios-trabajadores	Autoridad de la dirección	Intervención Estatal	Legislación <i>common law</i>	Legislación civilista francesa	Legislación civilista germánica	Legislación civilista escandinava
Alemania	1,32	81	5,3	5,5	4,8	0	0	1	0
Arabia Saudita	0,84	60,7	4,7	4,5	4,1	1	0	0	0
Argentina	0,81	40,8	3,8	4,4	2,4	0	1	0	0
Australia	1,32	78,7	4,3	5,7	3,3	1	0	0	0
Austria	2,42	83,5	5,6	5,4	3,5	0	0	1	0
Bélgica	0,78	81,2	4,7	5,6	3,1	0	1	0	0
Brasil	1,24	55,8	4	4,5	1,7	0	1	0	0
Canadá	0,81	87,5	5,4	5,6	3,8	1	0	0	0
Chile	0,79	67,9	4,4	4,6	3,4	0	1	0	0
China	2,27	46,7	4,6	4,5	4,4	0	0	1	0
Colombia	1,19	60,7	4,4	4,3	2,6	0	1	0	0
Dinamarca	1,42	84,8	6	6,2	3,5	0	0	0	1
EAU	1,26	77,6	5,6	5,3	5,4	1	0	0	0
Eslovaquia	11,04	65	4,3	4,5	2,4	0	0	1	0
Eslovenia	3,67	65,5	4,4	4,4	2,7	0	0	1	0
España	1,59	73,1	4,3	4,4	2,8	0	1	0	0
Estados Unidos	0,32	79,3	5,4	5,7	4,7	1	0	0	0
Estonia	6,01	76,6	5,2	5	4,1	0	0	1	0
Finlandia	1	89	5,2	5,9	4,7	0	0	0	1
Francia	0,97	84	3,9	4,8	2,7	0	1	0	0
Grecia	4,19	52,3	4	4	2,3	0	0	1	0

Hong Kong	0,19	92,5	5,6	5	5,3	1	0	0	0
Hungría	1,52	57,6	4,3	4	2,9	0	0	1	0
India	0,58	55,4	4,5	4,5	4,3	1	0	0	0
Indonesia	0,67	49,3	4,7	5	4,1	0	1	0	0
Irán	-	51,1	3,7	3,5	3,3	0	1	0	0
Italia	2,37	71,2	4	3,7	2	0	1	0	0
Japón	0,85	86	5,7	4,9	3,6	0	0	1	0
Letonia	13,09	70,4	4,6	4,4	2,9	0	0	1	0
Lituania	4,6	74,2	4,4	4,7	3,1	0	1	0	0
Luxemburgo	0,99	82,7	5,6	5,5	4,4	0	1	0	0
Malasia	0,95	83,8	5,3	5,4	4,8	1	0	0	0
México	0,51	58,6	4,4	4,3	2,6	0	1	0	0
Nigeria	1,18	57,3	4,1	4,6	2,8	1	0	0	0
Noruega	1,12	86,4	6,1	6,1	4,1	0	0	0	1
Nueva Zelanda	3,16	95,1	5,8	5,8	4,3	1	0	0	0
Países Bajos	0,89	87,9	5,9	5,8	4,3	0	1	0	0
Polonia	1,48	61,8	4,3	4,1	2,8	0	0	1	0
Portugal	3,16	69,2	4,6	4,2	3	0	1	0	0
Reino Unido	0,9	92,2	5,3	5,5	4	1	0	0	0
República Checa	2,28	73	4,8	5	2,6	0	0	1	0
República de Corea	1,22	79,4	3,5	4,2	3,1	0	0	1	0
Rep. de Sudáfrica	0,19	67,7	3,1	5	3,2	1	0	0	0
Rusia	1,29	48,7	4,1	4,2	3,3	0	1	0	0
Singapur	0,51	98,4	6,2	5,5	5,6	1	0	0	0
Suecia	2,57	92,6	5,7	6,2	4,1	0	0	0	1
Suiza	0,68	84,2	6,2	5,8	4,8	0	0	1	0
Tailandia	0,97	48,6	4,8	4,5	3,6	0	0	1	0
Taiwán	3,84	77,3	5,4	4,9	4	0	0	1	0
Turquía	2,24	54,7	3,8	3,9	3,4	0	0	1	0

Anexo 2 – Grado de alineación de los códigos de buen gobierno con los principios de agencia

Por la elevada extensión de los 50 códigos de buen gobierno en los que clasificamos y justificamos cada disposición según su alineación con los principios de agencia, adjuntamos un enlace con acceso a una hoja de cálculo con esta información.

La dirección de acceso a esta hoja de cálculo es la siguiente: <https://bit.ly/2CaE6nn>

Anexo 3 – Resultados del modelo

Matriz de coeficientes de correlación de Pearson de las variables independientes

	Alienación_ agencia	Individualismo	Masculinidad	Distancia_ poder	Aversión_ incertidumbre	Orientación_ Ip	Indulgencia	Coste Banc_ Cap Bus_ normalizado	Ind. doctos_ prop	Cooperación_ trabajadores_ empresarios	Autorend_ dirección	Intervención_ estatal	Legislación_ common_ law	Legislación_ civilista_ francesa	Legislación_ civilista_ germánica	Legislación_ civilista_ escandinava
Alienación_ agencia	1	.262	.119	-.156	.127	.276	-.321*	.032	-.078	-.177	-.161	-.142	-.142	-.142	-.142	-.142
Individualismo		1	.015	-.676**	-.185	-.008	.126	-.407**	-.490**	-.491**	-.146	-.335*	-.335*	-.335*	-.335*	-.335*
Masculinidad			1	.206	.000	.000	-.008	.000	.000	.000	-.014	-.014	-.014	-.014	-.014	-.014
Distancia_ poder				1	.186	.024	-.219	.008	.008	.008	-.092	-.092	-.092	-.092	-.092	-.092
Aversión_ incertidumbre					1	.007	-.078	.053	.003	.003	-.058	-.058	-.058	-.058	-.058	-.058
Orientación_ Ip						1	-.527**	.284	.051	.051	-.077	-.077	-.077	-.077	-.077	-.077
Indulgencia							1	-.411**	.200	.200	-.077	-.077	-.077	-.077	-.077	-.077
Coste Banc_ Cap Bus_ normalizado								1	.168	.168	-.002	-.002	-.002	-.002	-.002	-.002
Ind. doctos_ prop									1	.702**	.702**	.702**	.702**	.702**	.702**	.702**
Cooperación_ trabajadores_ empresarios										1	.777**	.777**	.777**	.777**	.777**	.777**
Autorend_ dirección											1	.606**	.606**	.606**	.606**	.606**
Intervención_ estatal												1	.460**	.460**	.460**	.460**
Legislación_ common_ law													1	.407**	.407**	.407**
Legislación_ civilista_ francesa														1	.396**	.396**
Legislación_ civilista_ germánica															1	.492**
Legislación_ civilista_ escandinava																1

*. La correlación es significativa al nivel 0,05 (bilateral).
 **. La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

Fuente: Salida resultados SPSS

Diagnóstico de colinealidad de las variables independientes

Coeficientes^a

Modelo		Estadísticos de colinealidad	
		Tolerancia	FIV
1	Individualismo	,335	2,986
	Masculinidad	,511	1,956
	Distancia_poder	,303	3,302
	Aversión_incertidumbre	,300	3,336
	Orientación_lp	,239	4,189
	Indulgencia	,261	3,828
	Cred.Banc._Cap.Burs_ normalizado	,431	2,320
	Ind_dchos_prop	,254	3,936
	Cooperacion_ trabajadores_ empresarios	,196	5,105
	Autoridad_dirección	,121	8,261
	Intervención_estatal	,164	6,105
	Legislación_common_ law	,152	6,564
	Legislación_civilista_ francesa	,417	2,396
	Legislación_civilista_ escandinava	,266	3,760

a. Variable dependiente: Alineación_agencia

Variables excluidas^b

Modelo		Beta dentro	Estadísticos de colinealidad	
			FIV	Tolerancia mínima
1	Legislación_civilista_ germánica	. ^a	.	,000

a. Variables predictoras en el modelo: (Constante), Legislación_civilista_escandinava, Cred.Banc._Cap.Burs_normalizado, Individualismo, Legislación_civilista_francesa, Orientación_lp, Aversión_incertidumbre, Masculinidad, Cooperacion_trabajadores_empresarios, Indulgencia, Distancia_poder, Ind_dchos_prop, Intervención_estatal, Legislación_common_law, Autoridad_dirección

b. Variable dependiente: Alineación_agencia

Fuente: Salida resultados SPSS

Tabla de puntuaciones factoriales

País	Factor 1	Factor 2	Factor 3	Factor 4	Factor 5
Alemania	1,1844	0,7398	-0,8306	-0,4088	0,8162
Arabia Saudita	-0,1315	-1,5592	0,7026	1,0522	0,5383
Argentina	-1,5239	-0,0601	1,2578	-0,7966	0,0341
Australia	-0,6166	1,4720	1,2873	1,3738	0,7332
Austria	0,4209	1,5034	-0,0828	-0,3735	0,7925
Bélgica	0,5287	0,7232	0,0123	-1,8452	0,7998
Brasil	-1,1156	-0,3555	0,7026	-0,9623	-0,0566
Canadá	0,3901	1,0681	0,9341	0,9966	0,6265
Chile	-0,1920	-0,9149	1,0310	-1,2057	-0,5797
China	0,4818	-1,7281	-1,2812	0,5696	0,1574
Colombia	-0,8531	-0,8329	1,6690	-0,8625	0,0000
Dinamarca	0,4967	1,2170	0,7477	0,5500	-2,6474
EAU	.	.	.	.	.
Eslovaquia	-1,4013	0,1516	-2,1912	1,3976	0,5678
Eslovenia	-0,9027	-0,7226	-0,3767	0,0542	-1,0089
España	-0,4878	0,0435	0,1454	-1,1695	0,0548
Estados Unidos	0,5219	1,0451	1,1800	1,1888	0,8856
Estonia	0,2778	0,4436	-2,0177	0,2661	-0,5294
Finlandia	0,6566	0,6006	0,4875	0,2285	-2,1515
Francia	-0,2779	0,4621	0,0663	-1,3704	0,4034
Grecia	-1,7656	-0,0301	-0,2385	0,0013	-0,0356
Hong Kong	1,7756	-1,3107	-0,5155	1,1473	0,6648
Hungría	-1,0840	1,0011	-0,5186	0,0834	1,2728
India	0,0070	-1,1400	-0,0828	1,5399	0,5374
Indonesia	0,6600	-1,8599	-0,0018	-0,7935	-0,2464
Irán	.	.	.	.	.
Italia	-1,1547	0,9292	-0,4751	-0,8954	0,9159
Japón	0,9338	0,4779	-0,7517	-0,8928	1,6078
Letonia	-1,5881	0,9791	-2,8807	1,2509	-1,6623
Lituania	-0,1242	0,3186	-1,4852	-0,9179	-0,5537
Luxemburgo	1,2684	0,4370	0,1448	-1,5148	0,3954
Malasia	1,1584	-1,7239	0,6153	1,3544	0,2072
México	-0,7694	-0,7053	1,8562	-1,0462	0,3478
Nigeria	-1,1466	-0,8723	1,7445	1,5482	0,1925
Noruega	0,7061	0,7914	0,8939	0,1823	-2,7195

Nueva Zelanda	0,6125	1,5127	0,3244	1,1635	0,6249
Países Bajos	1,4912	0,7217	0,2587	-1,5008	-0,4172
Polonia	-1,1596	0,1153	-0,2064	0,1361	0,4845
Portugal	-0,7236	-0,6450	0,0442	-1,0115	-0,5577
Reino Unido	0,6286	1,3773	0,6473	1,0287	1,1041
República Checa	-0,2917	0,5823	-0,1937	-0,2644	0,3129
República de Corea	-0,0412	-0,7655	-1,3064	-0,6168	0,0888
Rep. Sudáfrica	-0,9888	0,3249	0,4343	1,5661	0,8222
Rusia	-0,2357	-1,4248	-0,7909	-1,2982	0,0132
Singapur	2,5477	-1,5216	-0,2156	1,0765	0,3279
Suecia	0,8345	0,8905	0,3731	0,3893	-2,8317
Suiza	1,6168	0,9003	-0,0841	-0,5455	0,8411
Tailandia	-0,4170	-1,2905	0,2682	0,3337	-0,7649
Taiwán	0,8838	-0,6965	-1,1980	-0,3786	-0,1914
Turquía	-1,0904	-0,6696	-0,1033	0,1920	-0,2165

Fuente: Salida resultados SPSS

Comunalidades del análisis factorial

Comunalidades

	Inicial	Extracción
Individualismo	1,000	,835
Masculinidad	1,000	,748
Distancia_poder	1,000	,790
Aversión_incertidumbre	1,000	,750
Orientación_lp	1,000	,889
Indulgencia	1,000	,754
Cred.Banc._Cap.Burs_ normalizado	1,000	,753
Ind_dchos_prop	1,000	,756
Cooperacion_ trabajadores_ empresarios	1,000	,794
Autoridad_dirección	1,000	,899
Intervención_estatal	1,000	,883
Legislación_common_ law	1,000	,835
Legislación_civilista_ francesa	1,000	,697
Legislación_civilista_ escandinava	1,000	,782

Método de extracción: Análisis de Componentes principales.

Fuente: Salida resultados SPSS

Varianza total explicada por los factores

Varianza total explicada

Componente	Autovalores iniciales			Sumas de las saturaciones al cuadrado de la extracción			Suma de las saturaciones al cuadrado de la rotación		
	Total	% de la varianza	% acumulado	Total	% de la varianza	% acumulado	Total	% de la varianza	% acumulado
1	4,714	33,674	33,674	4,714	33,674	33,674	3,238	23,131	23,131
2	2,029	14,493	48,168	2,029	14,493	48,168	2,233	15,947	39,078
3	1,974	14,103	62,271	1,974	14,103	62,271	2,077	14,834	53,912
4	1,328	9,485	71,755	1,328	9,485	71,755	1,861	13,289	67,202
5	1,118	7,988	79,743	1,118	7,988	79,743	1,756	12,541	79,743
6	,733	5,236	84,979						
7	,574	4,102	89,081						
8	,440	3,145	92,225						
9	,370	2,640	94,865						
10	,247	1,761	96,626						
11	,222	1,586	98,213						
12	,113	,805	99,017						
13	,078	,560	99,578						
14	,059	,422	100,000						

Método de extracción: Análisis de Componentes principales.

Fuente: Salida resultados SPSS