



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

ICADE

**ANÁLISIS COMPARATIVO DE LOS ÍNDICES DE  
GOBIERNO CORPORATIVO Y DECISIÓN SOBRE  
SU APLICACIÓN PARA MEDIR LA CALIDAD DE  
LA GOBERNANZA CORPORATIVA.**

Autor: Amalia Sato Leandro  
Director: Paloma Bilbao Calabuig

Madrid  
Abril 2018

Amalia  
Sato  
Leandro



**ANÁLISIS COMPARATIVO DE LOS ÍNDICES DE GOBIERNO CORPORATIVO Y DECISIÓN  
SOBRE SU APLICACIÓN PARA MEDIR LA CALIDAD DE LA GOBERNANZA  
CORPORATIVA.**

# **Análisis comparativo de los índices de gobierno corporativo y decisión sobre su aplicación para medir la calidad de la gobernanza corporativa.**

Amalia Sato Leandro

*Universidad Pontificia Comillas (ICADE)*

---

**RESUMEN.** En los últimos años, el gobierno corporativo ha cobrado relevancia dentro de las compañías y el sistema de gobernanza que éstas adoptan puede aproximarse desde la perspectiva de diversas teorías lo que hace que cada modelo de gobernanza de prioridad a ciertas provisiones, influyendo esto de manera directa en la medida de la calidad del gobierno corporativo. Esta relevancia que cobra el gobierno corporativo se ve reflejado en la creación, cada vez más creciente, de Códigos de Buen Gobierno con el fin de regular este hecho y servir como modelo a las compañías para que éstas puedan configurar su gobierno corporativo de manera adecuada. Sin embargo, al no ser de obligado cumplimiento dichos códigos, y ante la imposibilidad de determinar la calidad del gobierno corporativo a través de su aplicación, surgen diferentes instrumentos tendentes a obtener una medida de la calidad del gobierno corporativo. De este modo surgen los índices de buen gobierno, la mayoría de ellos basados en la Teoría de la Agencia, con el fin de medir la separación entre el control de una sociedad y la propiedad de la misma, la divergencia de intereses entre el agente, directivo, y el principal, accionista, y la protección de los intereses de los accionistas. Hasta ahora, se han creado y publicado diversos índices de gobierno corporativo que miden la calidad de la gobernanza de las compañías, basándose cada uno de ellos en medidas diferentes, lo que lleva a la duda de por qué se crean diversos índices, cuál es mejor aplicar para obtener una medida de calidad fiable y si es necesario aplicar todos ellos para saber cuánta calidad ostenta el gobierno corporativo de una compañía.

**PALABRAS CLAVE.** Gobierno corporativo, calidad de gobierno corporativo, códigos de buen gobierno, OECD, índices de buen gobierno, teoría de la Agencia, teoría de los *Stakeholders*, teoría de *Stewardship*.

# **Comparative analysis of corporate governance indexes; how to decide on their application to measure corporate governance quality.**

Amalia Sato Leandro

*Universidad Pontificia Comillas (ICADE)*

---

**ABSTRACT.** In the last years, corporate governance has gain a higher profile within the companies, and the governance system they adopt can be approached from different theories perspectives, which makes each governance model prioritize certain provisions that directly influences corporate governance and its quality. This relevance that corporate governance has gained within the years is reflected in the increasingly growing creation of corporate governance Codes of best practices in order to regulate governance and serve as a model for companies. However, since these Codes of best practices are not mandatory and given the impossibility of determining the quality of corporate governance through the application of these Codes, in the last years, different measuring instruments of corporate governance's quality have been created, as the indexes of good governance, most of them based on the Agency Theory. These indexes measure the separation between the control of the company and its ownership, the divergence of interests between the agent – manager – and the principal – shareholders – and the protection of shareholders' interests. Until now, different corporate governance indexes that measure corporate governance's quality of companies have been created, based each of them in different measures and provisions. This situation makes us doubt about why different corporate governance indexes are created, which index is better to apply in order to obtain a reliable governance quality measure and if it is necessary to apply all of them in order to know the corporate governance quality of a company.

**KEY WORDS.** Corporate governance, quality of corporate governance, corporate governance codes of best practices, OECD, indexes of good governance, Agency theory, Stakeholders' theory, Stewardship theory.

# ÍNDICES

## ÍNDICE DE TEMAS

<b>1. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>7</b>
<b>1.1. OBJETIVOS.....</b>	<b>9</b>
<b>1.2. JUSTIFICACIÓN DEL INTERÉS DE LA INVESTIGACIÓN.....</b>	<b>10</b>
<b>1.3. ESTADO DE LA CUESTIÓN.....</b>	<b>11</b>
<b>1.4. METODOLOGÍA.....</b>	<b>13</b>
<b>2. REVISIÓN DE LA LITERATURA.....</b>	<b>15</b>
<b>2.1. TEORÍAS QUE SOSTIENEN EL ESTUDIO DEL GOBIERNO CORPORATIVO.....</b>	<b>15</b>
2.1.1. <i>Teoría de la Agencia.....</i>	<i>15</i>
2.1.2. <i>Teoría de los Stakeholders.....</i>	<i>18</i>
2.1.3. <i>Teoría de Stewardship.....</i>	<i>22</i>
2.1.4. <i>Comparación de las Teorías de Agencia, Stakeholders y Stewardship.....</i>	<i>24</i>
<b>2.2. DEFINICIÓN DE CALIDAD DEL GOBIERNO CORPORATIVO.....</b>	<b>26</b>
<b>2.3. MEDIDAS DE CALIDAD DEL GOBIERNO CORPORATIVO.....</b>	<b>30</b>
2.3.1. <i>Cumplimiento de Códigos de Buen Gobierno.....</i>	<i>30</i>
2.3.2. <i>Rating.....</i>	<i>35</i>
2.3.3. <i>Índices de Gobierno Corporativo.....</i>	<i>39</i>
2.3.3.1. <i>Índice de Gobierno G-Index.....</i>	<i>41</i>
2.3.3.2. <i>Índice de Atrincheramiento E-Index.....</i>	<i>43</i>
2.3.3.3. <i>Índice Gov-Score.....</i>	<i>44</i>
<b>3. ESTUDIO DE CAMPO.....</b>	<b>47</b>
<b>3.1. METODOLOGÍA. ESTUDIO DE CAMPO Y DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN.....</b>	<b>47</b>
<b>3.2. RESULTADOS: APLICACIÓN DEL G-INDEX, E-INDEX Y GOV-SCORE A LAS CINCO EMPRESAS DEL IBEX-35.....</b>	<b>50</b>
3.2.1. <i>Índice G-Index.....</i>	<i>50</i>
3.2.2. <i>Índice E-Index.....</i>	<i>53</i>
3.2.3. <i>Índice Gov-Score.....</i>	<i>54</i>
<b>4. CONCLUSIONES.....</b>	<b>56</b>
<b>5. BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>60</b>
<b>ANEXO I.....</b>	<b>67</b>
<b>ANEXO II.....</b>	<b>70</b>
<b>ANEXO III.....</b>	<b>72</b>
<b>ANEXO IV.....</b>	<b>73</b>
<b>ANEXO V.....</b>	<b>75</b>
<b>ANEXO VI.....</b>	<b>75</b>

## ÍNDICE DE TABLAS

TABLA 1. COMPARACIÓN TEORÍAS – TEORÍA DE LA AGENCIA, DE LOS STAKEHOLDERS, Y DE STEWARDSHIP. ....	25
TABLA 2. DEFINICIÓN DE GOBIERNO CORPORATIVO – DIFERENTES ACEPCIONES. ....	27
TABLA 3. ACEPCIÓN DE CALIDAD DEL GOBIERNO CORPORATIVO – SEGÚN CADA TEORÍA. ....	29
TABLA 4. RESULTADOS G-INDEX. ....	50
TABLA 5. TABLA 5. RESULTADOS E-INDEX. ....	53
TABLA 6. RESULTADOS GOV-SCORE INDEX. ....	54

## 1. Introducción.

El propósito de este trabajo es realizar un estudio comparativo para determinar por qué existen distintos de índices de gobierno corporativo y si esto da lugar a diferentes interpretaciones sobre la calidad del mismo. De este modo, trataremos de averiguar qué implicaciones tiene la existencia de tantos índices que miden la calidad de gobierno y si existe un índice que sea considerado “mejor” o más útil para medir la calidad de gobierno corporativo que los demás. Procederemos a estudiar y comparar tres índices concretos: el índice de gobierno (*G-Index*), el índice de atrincheramiento (*E-Index*) y el índice *Gov-Score*. Cada uno de estos tres índices miden diversos y diferentes factores que deben cumplir las empresas para que su gobierno corporativo sea considerado como un gobierno de calidad.

Para llevar a cabo el estudio, aplicaremos los mencionados índices a cinco empresas del IBEX-35 con el fin de dilucidar por qué existen diversos índices de gobierno corporativo y si la aplicación de cada uno da lugar a diversas medidas de calidad o si, por el contrario, la aplicación de todos ellos nos lleva al mismo resultado. En el primer caso, podremos estudiar cuál de los tres índices es más acertado, según los factores que mide, para determinar la calidad del gobierno corporativo de una empresa. En el segundo caso, trataremos de averiguar si con la aplicación de uno solo de ellos bastaría para conocer la calidad y, por ende, si podríamos llegar a la misma conclusión descartando la aplicación de todos ellos.

La idea de realizar este trabajo surge porque, en los últimos años, la relevancia del Gobierno Corporativo en la vida de una empresa es cada vez mayor, es un elemento esencial de la misma pues las normas de Gobierno Corporativo modulan no solo la dirección estratégica de la compañía, sino también las políticas de inversión, fusiones, adquisiciones, mecanismos de control y mecanismos de cumplimiento normativo (Deloitte, sin fecha). En el año 2013, ninguna de las empresas del IBEX-35 cumplían con el patrón internacional de lo que se considera buen gobierno corporativo, ya que ninguna compañía satisfacía si quiera el cincuenta por ciento de los criterios que recogía el Código

Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, sobre los que se basan los indicadores de transparencia (El Confidencial, 2013). Además, durante el periodo 2012-2013, y en relación con la eficiencia de los Consejos de Administración, España ocupaba el puesto 106, de un total de 144 empresas de Europa, América del Norte y el Sur, Asia, África y la zona del pacífico, mientras que, en relación a la protección de los intereses de los accionistas minoritarios, el puesto descendía hasta el 66 (Global Competitiveness Report, 2013 en San Martín García, 2015).

En respuesta a la falta de cumplimiento generalizada de los principios de buen gobierno por parte de las sociedades españolas, comenzó en 2013 una reforma del sistema de Gobierno Corporativo español, lo que dio lugar a la aprobación del Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas, que sustituye al mencionado en el párrafo anterior, y que fue aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en adelante CNMV, en 2013 y posteriormente revisado en 2015. La reforma del sistema de Gobierno corporativo en España surge como consecuencia de la reforma de la Ley de Sociedades de Capital y con la finalidad de tratar de modificar el panorama español en el contexto del Gobierno Corporativo (Vidal-Pardo, 2015). Como resultado de este proceso, en el año 2016 las sociedades cotizadas españolas cumplían en ese momento con el 80% de las recomendaciones del nuevo Código de Buen Gobierno De estas sociedades cotizadas, únicamente dos cumplían con menos del 50% de lo dispuesto en el nuevo Código, el 27% cumplían con el 90% de las recomendaciones y otras dos sociedades afirman cumplir el 100% (Organizaciones Corresponsables, 2016).

Una de las formas de saber si realmente el gobierno corporativo de una determinada empresa es de calidad consiste en aplicar los conocidos como índices de gobierno corporativo, aunque surgen dudas acerca de quién es el destinatario de la medida de calidad, que podríamos considerar ciertamente el inversor, aunque podría haber otras partes interesadas como, por ejemplo, los propios directivos de la empresa, y qué es exactamente lo que miden dichos índices. Además, podríamos dudar acerca de qué índice aplicar, pues existen diversos índices, que podríamos afirmar pertenecen a dos grupos: por un lado,

los índices creados por la Academia y, por otro, los índices producidos por los consultores (Redondo & Bilbao, 2018).

### **1.1. Objetivos.**

El principal objetivo de este estudio es comparar el *G-Index*, *E-Index* y *Gov-Score* con el fin de conocer por qué existen distintos índices para medir la calidad del Gobierno Corporativo de las sociedades y descubrir qué implicaciones se derivan de este hecho, es decir, trataremos de entender por qué se publican y estudian diferentes índices. Por tanto, se trata de un objetivo descriptivo-explicativo e intentaremos dar respuesta a la siguiente pregunta:

¿Por qué existen diferentes índices cuya función consiste en medir la calidad del Gobierno Corporativo de las sociedades y qué implicaciones derivan de este hecho?

Como segundo objetivo, trataremos de conocer si existe un “mejor” índice para medir la calidad del Gobierno y por qué dicho índice es “mejor” que los demás. Nos plantearemos la siguiente pregunta, a la que trataremos de dar respuesta:

¿Cuál de los índices puede considerarse como más adecuado o “mejor” para medir la calidad del Gobierno Corporativo?

Para dar respuesta a esta pregunta analizaremos cuál de ellos es más apropiado con el fin de conocer si el índice mide realmente lo que tiene que medir y es útil para quien lo debe utilizar y, por consiguiente, cuál de ellos proporciona una mejor valoración de la calidad del gobierno corporativo. Este segundo objetivo es, por tanto, un objetivo normativo-argumentativo cuyo fin es dar recomendaciones a los *managers* de las compañías que deseen aplicar los índices de gobierno corporativo, pero también poder orientar a los inversores, a los reguladores y a otros actores de los mercados financieros sobre la validez de los índices.

## **1.2. Justificación del interés de la investigación.**

Como ya hemos mencionado anteriormente, el Gobierno Corporativo es un elemento muy importante dentro de una compañía, pues de él depende no solo la eficiencia económica y el crecimiento de la empresa, sino también la confianza que depositan los inversores en la misma (Deloitte, sin fecha).

Una compañía con un buen modelo de gobierno corporativo goza de una sólida base para crecer de manera eficiente y sostenible que ayuda a gestionar los riesgos de forma satisfactoria, aumentando la transparencia y confianza de los inversores, pues una compañía con un buen gobierno corporativo, desde el punto de vista del país, es un activo contribuyente a la sostenibilidad financiera. A esto se suma que el buen gobierno también le permite contribuir al desarrollo y bienestar del país donde la empresa realiza su actividad económica, además de generar oportunidades de colaboración entre los diferentes *stakeholders*. Indudablemente, la cultura organizacional de la compañía también depende del buen gobierno corporativo, pues éste coadyuva a favorecer el funcionamiento de la organización, ya que se trata de un medio a través del cual la empresa puede ser controlada. En definitiva, las empresas que poseen un gobierno corporativo de calidad se encuentran en mejor posición para aminorar los riesgos que puedan surgir de la actividad económica (Játiva, 2017).

Para saber si una empresa posee un buen gobierno corporativo o si debería mejorarlo, es necesario aplicar unos índices de gobierno corporativo que se basan en provisiones relativas a la gobernanza de la empresa, con el fin de saber el nivel de cumplimiento de las políticas corporativas y la calidad de la dirección de la empresa, así como la eficacia de los órganos de gobierno, en concreto, el Consejo de Administración y la Junta General. Surge entonces la duda de por qué se crean y estudian diversos índices destinados a medir la calidad del gobierno corporativo y qué implicaciones derivan de este hecho. La justificación del presente trabajo se basa en la necesidad de descubrir el porqué del estudio, creación y existencia de distintos índices de gobierno corporativo. La finalidad es conocer las implicaciones que esto conlleva y cuál de los tres

índices planteados en el presente trabajo podría considerarse como el “mejor” para medir la calidad de gobierno corporativo de una compañía concreta.

### **1.3. Estado de la cuestión.**

A lo largo de las últimas décadas, la concepción de las estructuras de propiedad de las compañías, junto con el sistema de gestión de las mismas han resultado alteradas y modificadas (Arrese, 2006:60) y, como consecuencia, también ha adquirido mayor relevancia el sistema de gobierno corporativo. Esta mayor relevancia que adquiere el gobierno corporativo se ve reflejada en la creación, por parte de los diferentes países, de Códigos de buen gobierno a partir de la década de los años 70 (Zulkaflí *et al*, 2017:505) con el fin de que las compañías que operen en su territorio usen los códigos como referente para modular su sistema de gobierno corporativo.

Los Códigos de buen gobierno se apoyan en alguna de las siguientes tres teorías relativas al gobierno corporativo: Teoría de la Agencia, Teoría de los *Stakeholders* y Teoría de *Stewardship*. En el caso europeo, los países generalmente se apoyan en la Teoría de la Agencia para desarrollar sus modelos de gobierno corporativo (Ferrero & Ackrill, 2016:882) con el fin de que, a través de mecanismos, tanto internos como externos, las empresas puedan solventar los problemas que surgen como consecuencia de la separación entre la propiedad y la gestión de la compañía, es decir, los problemas de agencia a través del control de los directivos (Arrese, 2006:62).

Sin embargo, los sistemas de gobierno corporativo se pueden aproximar desde las otras dos teorías presentadas en el párrafo anterior. Para la segunda, Teoría de los *Stakeholders*, el sistema de gobierno corporativo no debe centrarse en los problemas que surgen de la relación entre agente – directivo – y propietario – accionista –, sino que debe centrarse en solventar las discrepancias entre los intereses de todas las partes interesadas que pueden afectar a la compañía o verse afectadas por la misma (Donaldson & Preston, 1995). De igual modo,

para la tercera teoría, de *Stewardship*, el buen gobierno corporativo no se basa en el control de los directivos, como lo hacen los gobiernos corporativos apoyados en la Teoría de la Agencia, sino en la idea de que el directivo debe participar y sentirse integrado en la vida de la sociedad, a través de un sistema de compensación que motive su trabajo e interés por satisfacer los intereses de los accionistas y los suyos propios (Davis *et al*, 1997).

Como se deduce, no existe unanimidad acerca de cómo debe estructurarse el gobierno corporativo y en qué teoría debe apoyarse este para que sea considerado como un gobierno corporativo de calidad, por lo menos desde el punto de vista del cumplimiento de los Códigos de buen gobierno. Esta circunstancia puede responder a la idea de que los sistemas empresariales divergen de un país a otro ya que, como expone Licht (2001:149) las compañías de determinados países poseen una estructura de propiedad muy dispersa mientras que en las de otros, el sistema de propiedad es muy concentrado. Esta casuística nacional que tiene lugar respecto a la propiedad de una compañía también puede darse en cualquier otro sistema y, en consecuencia, también se da respecto al modelo de gobierno corporativo.

Por ello, surge la necesidad de estudiar si existen otras medidas que permitan determinar la calidad del gobierno corporativo de las compañías de una manera más unánime. Ante esta necesidad, diversos autores como Gompers, Ishii y Metrick (2001), Bebchuk, Cohen y Ferrel (2004) y Brown y Caylor (2006) estudian la relación existente entre el gobierno corporativo y la valoración de una compañía, llegando a diversas conclusiones, que posteriormente analizaremos a lo largo de este estudio, y surgen tres índices de medición de la calidad del gobierno corporativo: *G-Index*, *E-Index* y *Gov-Score*. Estos tres índices miden la relación entre la calidad del gobierno corporativo y la valoración de una compañía, pero sus componentes divergen pues mientras que el primero y el segundo únicamente atienden a la gobernanza externa, el tercero incluye también medidas de gobernanza interna pues Brown y Caylor (2006) consideran que para determinar la valoración de una compañía y la calidad del gobierno corporativo de la misma no se puede atender únicamente a los condicionamientos externos y su adaptación a los mismos.

De este modo, volvemos a llegar a la conclusión de que al aplicar un índice u otro podemos llegar a una medida de calidad distinta en cada caso y, por consiguiente, surge la necesidad del presente estudio, cuya finalidad principal es determinar por qué se crean tantos índices de gobierno corporativo y si es necesaria la aplicación de todos ellos para obtener una medida de “calidad del gobierno corporativo”.

#### **1.4. Metodología.**

En este trabajo procederemos a realizar una revisión de la literatura de las tres teorías que sostienen el estudio del Gobierno Corporativo: Teoría de la Agencia, Teoría de los *Stakeholders* y la Teoría de *Stewardship*.

En segundo lugar, realizaremos una revisión de la literatura relativa a las diferentes medidas de calidad del gobierno corporativo, entre las que analizaremos el cumplimiento de los Códigos de Buen Gobierno, los *ratings* de gobierno corporativo y los índices de buen gobierno. Trataremos de conocer qué índices son los relevantes en el tema elegido y qué han escrito otros autores acerca de ellos. En definitiva, realizaremos un estudio a fondo acerca de los tres índices *G-Index*, *E-Index* y *Gov-Score*, para saber cómo funcionan y qué provisiones toman en cuenta para valorar un gobierno corporativo. La elección de estos tres índices responde a la idea de que, aunque son diferentes pues las provisiones que contienen difieren, son complementarios, lo que enriquece el estudio, como posteriormente explicaremos.

Para obtener los artículos académicos sobre los que se basará la revisión de la literatura utilizaremos diversas bases de datos como Google Scholar, EconLit, Business Source Premier y Dialnet.

A continuación, procederemos a realizar un estudio comparativo en el que analizaremos los gobiernos corporativos de cinco empresas del IBEX-35 a

través de la aplicación de los tres índices elegidos con el fin de dar respuesta a los objetivos planteados. Para ello utilizaremos un método cualitativo y un escenario exploratorio, pues vamos a describir las posibles situaciones que podrían derivarse de la aplicación de los índices de gobierno corporativo. La metodología seguida es inductiva, pues no tenemos una hipótesis de partida, sino que procederemos a inducir y argumentar acerca de la realidad para producir la teoría. Siguiendo esta metodología, realizaremos en primer lugar una fase de recopilación de datos a través de la observación de la realidad, es decir, analizaremos las provisiones que cumplen las empresas del IBEX-35 y observaremos si hay coincidencias de resultados en la aplicación de los índices. Posteriormente, interpretaremos los datos obtenidos a través de la observación y realizaremos un análisis documental pues vamos a utilizar las teorías propuestas por otros autores, desde el punto de vista cualitativo. La evidencia podrá ser tanto cualitativa como cuantitativa e incluso ambas combinadas.

Este método es el más indicado para el presente trabajo pues no existen teorías previas relativas a por qué se han creado diversos índices para medir la calidad del gobierno corporativo y si existe necesidad de aplicación de todos ellos para conocer la calidad de la gobernanza. Por tanto, al no poder establecer variables, debemos realizar un estudio de campo que permita ir del caso particular a la verdad general, con posibilidad de aplicar, posteriormente, dicha verdad a cualquier empresa.

## **2. Revisión de la literatura.**

### **2.1. Teorías que sostienen el estudio del Gobierno Corporativo.**

Durante muchos años, la figura de gobierno corporativo ha estado ligada a la Teoría de la Agencia, la cual argumenta que los directivos son agentes que tienen intereses propios y que pueden diferir de los propios intereses de los propietarios (Jensen y Meckling, 1976 en Puentes, Velasco y Vilar, 2009:122). Sin embargo, actualmente existen otras teorías que sustentan el estudio del gobierno corporativo, como son la Teoría de los *Stakeholders*, que determina que no solo están involucrados los intereses de los directivos y los propietarios, sino que existen otros grupos de interés implicados, y la Teoría de *Stewardship*, que cuestiona si realmente existen conflictos de interés entre los directivos y los propietarios (Donalson y Davis, 1994, en Puentes, Velasco y Vilar, 2009: 122).

A continuación, procederemos a realizar un estudio de las tres teorías propuestas.

#### **2.1.1. Teoría de la Agencia.**

La Teoría de la Agencia surge como consecuencia de la delegación, por parte de los propietarios de una compañía, de la gestión de la misma a una serie de personas, conocidas como directivos o gestores. Se da por tanto un contrato por el cual el directivo, agente, realiza determinados trabajos o actividades en nombre de los propietarios, principales. Para que se pueda dar la relación de agencia, es necesario que los propietarios autoricen y consientan que los directivos lleven a término diversos contratos en nombre y representación de éstos (Economipedia, 2015).

El principal problema derivado de esta teoría es que, al delegar los propietarios la facultad de realizar ciertas actividades cotidianas de la compañía a los directivos, surgen conflictos de intereses cuando los intereses de los directivos

divergen de los propios intereses de los accionistas, sobre todo cuando los directivos tienen mayor información que los accionistas, lo que se conoce como problemas de información asimétrica, de manera que cada parte cuenta con diferente información, dando lugar a la posibilidad de que una de las partes tenga mayor y mejor nivel de información que la otra. A este problema se le suma el problema de acción colectiva que surge debido a la gran dispersión existente entre los propietarios, lo que genera un coste para poder agrupar su conformidad en la toma de decisiones de la compañía (Santonja y Borges, 2005:18). Respecto a los problemas de información asimétrica cabe mencionar que los directivos tienen una obligación moral de informar a los propietarios sobre la actividad de la empresa, lo que significa que los agentes, en todo momento que sean requeridos, deben informar a los accionistas proporcionándoles la imagen fiel de las cuentas (Laraña *et al*, 2013:119).

Para evitar que los directivos se desvíen del interés y finalidad perseguidos por los propietarios, éstos incurren en diversos costes de control y supervisión de los gestores de la compañía, con el fin de cerciorar que dichos gestores están haciendo su trabajo de forma adecuada para la consecución de los intereses del propietario. Por tanto, el objetivo de toda empresa es la Teoría de la Agencia, poder minimizar esos costes de vigilancia, con el fin de ser más competitivas en el mercado y obtener mayores beneficios, pues como argumenta Castaño (1999:7), ‘‘la teoría de la agencia es una rama de la economía de los costes de transacción’’ y la finalidad de toda compañía es minimizar los costes con el fin de obtener un mayor margen.

Al separar la propiedad de la gestión, los directivos dirigen la actividad económica de la empresa, pero no responden con su propio patrimonio de las pérdidas que puedan derivarse de dicha actividad, ya que los que responden de dichas pérdidas son los accionistas. Esto deriva en que los directivos, en determinadas ocasiones, lleven a cabo actuaciones influenciadas por su propio interés personal y que en ningún modo permiten la consecución de los intereses de los propietarios y es, por tanto, cuando se da el problema de agencia, debido al oportunismo del agente. Como ejemplo de dichas actuaciones podemos mencionar, a grandes rasgos, gastos desmesurados a cargo de la compañía,

incumplimiento de los objetivos preestablecidos, intento de conservar sus cargos a largo plazo etc. (Castaño, 1999:10). Para limitar las divergencias de intereses entre accionistas y directivos, los propietarios pueden establecer incentivos para que los directivos realicen su trabajo de forma adecuada y enfocado a conseguir el beneficio empresarial, que conllevan un coste de monitoreo. Además, existe otro coste, llamado pérdida residual, que es el equivalente, en unidades monetarias, a la reducción del bienestar del directivo debido a la divergencia de intereses con el principal (Jensen y Meckling, 1976:308).

Los costes de agencia se componen de tres variables, como establecen Jensen y Meckling (1976:308), que son:

- 1) Costes de control por parte del principal, que son aquellos en los que incurren los accionistas para controlar y supervisar la actividad del agente. El objetivo es intentar que las divergencias entre la actividad del agente y los intereses de los propietarios sean las menores posibles.
- 2) Costes de fianza por parte del agente, que son aquellos en los que incurren los agentes para asegurar al principal que su actividad dentro de la compañía no va a alejarse de lo pactado con el propietario.
- 3) Pérdida residual, es la pérdida que sufre el propietario cuando el agente toma decisiones que él mismo no tomaría de estar en su lugar.

Actualmente, las compañías optan por un sistema dual de gobierno corporativo que permite el control de los directivos (Santonja y Borges, 2005:10) basado en la creación de normas que rigen el nombramiento y funcionamiento de los Consejos de Administración. Se basa en el modelo tradicional ya que se entiende que, como son los propietarios los que gozan del poder en una compañía, son ellos los que deben elegir a los miembros del Consejo de Administración. Esta es la teoría, pues en la práctica no siempre se cumple dicho precepto, y son los directivos los encargados de nombrar a los miembros del Consejo, lo que da lugar a una falta de independencia. Si se implementa en

la compañía una buena estructura de gobierno corporativo, hay más posibilidades de que los directivos satisfagan los intereses de los propietarios, ya que el control sobre los mismos será mayor (Donaldson & Davis, 1991) desde la perspectiva de la Teoría de la Agencia.

La Teoría de la Agencia es un postulado a través del cual se puede aproximar el sistema de gobierno corporativo de las empresas. En este sentido, los diferentes países y las empresas que operan en ellos se apoyarán en una de las Teorías que sostienen el estudio del gobierno corporativo y en base a dicha teoría construirán su propio sistema. Consecuentemente, cada compañía tiene un modelo de gobierno corporativo diferente y ajustado a sus propias necesidades que se basa en la teoría concreta en la que se haya apoyado para diseñarlo.

En el caso concreto de una compañía que se base en la Teoría de la Agencia para modular su gobierno corporativo, esta tendrá un sistema empresarial basado en la delegación, por parte de los propietarios, de las facultades para que determinadas personas, los directivos, lleven a cabo ciertos contratos a término con terceros. En este sentido, las empresas podrán incurrir en costes de control de la actividad de los directivos y con el fin de minimizar esos costes tratarán de diseñar un gobierno corporativo lo más eficaz posible en el control de los agentes a través de la creación de normas que regulen el Consejo de Administración. Con esto, se tratará de evitar que los directivos busquen sus propios intereses a la hora de celebrar contratos con terceros y se centren en la consecución de los intereses de los propietarios, lo que dará lugar a una maximización de los beneficios.

### **2.1.2. Teoría de los *Stakeholders*.**

Como argumentó Carroll (1989, en Argandoña, 1998:9), ‘‘la Teoría de los *Stakeholders* es una superación de la teoría neoclásica que identifica la maximización del beneficio con el objetivo de la empresa y, por tanto, hace de los propietarios únicos implicados en dicho objetivo’’.

Dicha teoría está destinada a explicar la estructura de una compañía en relación a los diversos individuos que participan en ella y sus respectivos intereses, que no siempre son armónicos. Esta teoría se ha usado frecuentemente para explicar el comportamiento de las diferentes partes interesadas en una compañía, es decir, los diferentes *stakeholders* (Donaldson y Preston, 1995:70).

La Teoría de los *Stakeholders* se fundamenta en el bien común, entendiendo éste como un conglomerado de condiciones sociales que permiten a los miembros de la sociedad conseguir sus propios fines. Por tanto, podemos definir el bien común como el fin de la sociedad en sí misma, entendiendo dicho fin como la ayuda que necesitan los individuos que componen cada grupo social para conseguir sus propios fines individuales y personales (Argandoña, 1998:5).

Si extrapolamos dicha idea a una empresa, obtenemos que los individuos que la conforman son los diferentes *stakeholders* y, como hemos mencionado, el fin de dicha empresa será proporcionar a cada *stakeholder* los medios necesarios para la consecución de sus propios intereses personales, es decir, la concesión del bien común.

En primer lugar, es importante definir qué es un *stakeholder*. Freeman (1984:25 en Argandoña, 1998:9) argumentó que los *stakeholders* componen cualquier grupo, aunque también puede ser un único individuo, que pueda verse afectado o afectar a la consecución de los objetivos de la empresa.

Por tanto, los grupos de *stakeholders* implicados en el Gobierno Corporativo de una compañía son, principalmente, seis. En primer lugar, se encuentran los propietarios, que aportan el capital necesario para poder llevar a cabo la actividad empresarial. En segundo lugar, se encuentran los directivos, expertos en distintas áreas funcionales de la empresa y que deben garantizar la

perduración a largo plazo de la empresa y su viabilidad económica. El tercer grupo de *stakeholders* sería el Consejo de Administración, como grupo compuesto por los consejeros, encargados de la estrategia de la empresa. En cuarto lugar, se encuentran los trabajadores, pues sin ellos la realidad económica no tendría sentido y no podría llevarse a cabo la actividad empresarial. El quinto grupo implicado sería la Administración Pública, sobre todo en los sectores regulados, en los que dicho *stakeholder* cobra mayor relevancia. Finalmente, se encuentran las instituciones de crédito, grupo relevante dentro del Gobierno Corporativo pues son la fuente de financiación de las compañías (Laraña *et al*, 2013:127). En la realidad existen muchos más grupos de *stakeholders* implicados en la actividad empresarial, como pueden ser los clientes, consumidores, proveedores, competidores, sindicatos, entre otros. Como podemos observar, los grupos de *stakeholders* no únicamente hacen referencia a grupos de individuos relacionados con la empresa internamente o por algún tipo de contrato, sino que entran en juego realidades sociales relacionadas con la empresa externamente.

Volviendo a la idea de que, según esta teoría, el fin de la empresa será proporcionar a cada *stakeholder* los medios necesarios para la consecución de sus propios intereses personales, podemos observar que pueden surgir conflictos de interés, no entre el fin empresarial y los fines de los diversos *stakeholders*, sino entre los intereses particulares de los individuos que conforman la empresa, como partes interesadas (Argandoña, 1998:8).

Esta teoría de los *stakeholders*, según argumentan Donaldson y Preston (1995) cuenta con tres aspectos: normativo, instrumental y descriptivo. Según estos autores, el aspecto normativo es el mejor acercamiento para entender la teoría de los *stakeholders* y relacionarla con la actividad empresarial y, por tanto, con el Gobierno Corporativo de la compañía. Este aspecto normativo argumenta que las partes interesadas tienen un valor intrínseco y está relacionado con aspectos filosóficos fundamentales de la dirección y administración en una empresa.

Consecuentemente, la Teoría de los *Stakeholders* se centra en teorías de ética filosófica, como por ejemplo el utilitarismo, cuyo principio fundamental

consiste en maximizar el beneficio, o la Teoría del contrato social, que defiende la existencia de un contrato entre la sociedad y las empresas (Donaldson y Preston, 1995:83). En este sentido, tradicionalmente se ha entendido que la propiedad privada justifica el dominio de los accionistas y el sometimiento de los directivos y partes interesadas a sus intereses dando lugar al pensamiento de que la propiedad privada consagra y persigue exclusivamente los intereses de los propietarios (Munzer, 1992 en Donaldson y Preston, 1995:83).

Sin embargo, actualmente podemos entender la propiedad como un conglomerado que incluye abundantes derechos, no únicamente los derechos de los propietarios y así lo argumentó Coase (1960:44 en Donaldson y Preston, 1995) al entender que se puede definir la propiedad como derecho de una persona que posee el capital o el bien, pero en realidad, este derecho es limitado. Extrapolando dicho argumento a la empresa, podemos entender que, aunque los que ostentan los derechos de propiedad son los accionistas, sus derechos están en realidad limitados por los derechos de las partes interesadas que conforman la compañía, es decir, directivos, trabajadores, terceros que contratan con la empresa etc. En este sentido, si aproximamos esta teoría del derecho de propiedad a través de la teoría utilitarista filosófica podemos entender que una compañía no sólo debe satisfacer los intereses de los accionistas por el mero hecho de ser propietarios y ser titulares del derecho de propiedad, sino que la compañía debe satisfacer y maximizar la utilidad de los intereses de todas las personas afectas a la compañía pues los derechos de los accionistas están limitados por los intereses de todas las partes que participan en la actividad diaria de la misma. En realidad, sin estas partes interesadas sería imposible llevar a cabo la actividad empresarial, por muchos derechos de propiedad que ostenten los accionistas, aunque también a la inversa, las partes interesadas precisan de la propiedad de los accionistas para poder llevar a cabo la actividad económica. En definitiva, existe una dependencia mutua de propietarios y partes interesadas.

Además, no solo es importante tener en cuenta la Teoría de los *Stakeholders* debido a la existencia de diferentes intereses particulares de los *stakeholders* que conforman la empresa, sino también porque dicha teoría está relacionada

con la Responsabilidad Social Corporativa, en adelante RSC, de la misma. El Observatorio de Responsabilidad Social Corporativa (sin fecha) define la RSC como “la forma de dirigir las empresas basada en la gestión de impactos que su actividad genera sobre sus clientes, empleados, accionistas, comunidades locales, medioambiente y sobre la sociedad en general”. En este sentido, la compañía, a la hora de diseñar sus estrategias empresariales, tendrá en cuenta valores universales con el objetivo de satisfacer los valores e intereses particulares de cada parte interesada, es decir, de cada *stakeholder* (González, 2007:210). De este modo, González (2007) argumenta que si una compañía desea gestionar su RSC teniendo en cuenta valores universales que puedan satisfacer los intereses de cada *stakeholder*, deberá entablar un diálogo con ellos con el fin de averiguar qué intereses tienen y cuáles son los valores que les definen.

En resumen, basándose en la Teoría de los *Stakeholders* la empresa tratará de tener en cuenta y satisfacer los intereses, no solo de los propietarios y directivos, sino de todos los implicados en ella, es decir, de todos los *stakeholders* o partes interesadas.

### **2.1.3. Teoría de *Stewardship*.**

La Teoría de *Stewardship* cuestiona si realmente existen conflictos de interés entre los directivos y propietarios y, por consiguiente, modifica algunos postulados de la Teoría de la Agencia. Por una parte, la Teoría de la Agencia establece que, para que los directivos maximicen los intereses de los accionistas, es necesario que haya un sistema de control correctamente implantado en la compañía, a través de su sistema de gobierno corporativo.

Por otra parte, la Teoría de *Stewardship* resalta la importancia de los sistemas de compensación de Directivos. Esto significa que, si los accionistas de una compañía acuerdan implantar un sistema de compensación adecuado, los propios directivos van a perseguir la consecución de los intereses de los

propietarios, pues de dicho modo también conseguirán sus propios intereses y, por ende, se reducirán los costes de control. Esta teoría considera a los directivos como administradores responsables de la actividad empresarial (Donaldson y Davis, 1991; Davis *et al*, 1997), a diferencia del papel que ostentan en la Teoría de la Agencia en la que son meros agentes que, en determinadas ocasiones, toman decisiones que repercuten a los accionistas basándose únicamente en su interés personal, es decir, actuando de manera oportunista.

En base a esta teoría, la relación entre directivos y propietarios debe ser una relación de confianza, de tal manera que, por un lado, los accionistas confíen en que los directivos van a tratar de maximizar sus intereses y, por otro lado, que los directivos confíen en que al final del periodo tendrán una compensación por su buena conducta. Además, es necesario que en la compañía exista un entorno de confianza en el que los directivos se sientan atraídos a participar activamente en la consecución de los intereses de los propietarios, además de la necesidad de que las estructuras organizativas adquieran mayor relevancia (Corbetta y Salvato, 2004; Davis *et al*, 1997, en Eddleston y Kellermanns, 2007:547).

Que exista un entorno de confianza que atraiga a los directivos a participar activamente en la consecución de los intereses de los propietarios supone que el control no sea excesivo pues en caso contrario, de existir un gran control por parte de los accionistas, los directivos se sentirán atraídos por llevar a cabo conductas agresivas o ajenas a la maximización de los intereses de los propietarios en respuesta a ese exceso de control. Esto da lugar a la idea de que cuanto mayor sea la concentración de poder dentro de la compañía, menor será la participación activa y positiva de los directivos en la estrategia de la compañía y en la consecución de los intereses de los propietarios (Davis *et al*, 1997 en Eddleston y Kellermanns, 2007).

Respecto a la idea de que el exceso de control hace que los directivos actúen de manera adversa a los intereses de los propietarios, es importante mencionar un estudio llevado a cabo por Menon y Bharadwaj (1996) sobre directivos, en

el que se llega a la conclusión de que cuando existe un gran nivel de concentración de poder y control en manos de los accionistas aumentan los conflictos con los directivos, lo que no ocurre cuando el control es compartido (Davis *et al*, 1997 en Eddleston y Kellermanns, 2007).

Por ello, para que no diverjan los intereses entre directivos y propietarios no solo es necesario que haya un buen sistema de compensación, sino que también es necesario que el ambiente en el que los directivos lleven a cabo su actividad diaria no sea de excesivo control, de tal manera que ellos mismos se vean llamados a participar en la estrategia de la empresa activamente, involucrándose en los problemas y sus soluciones y, por consiguiente, actuando también en su propio interés. Como argumenta Donaldson (1985, en Donaldson y Davis, 1991:51), ‘el problema surge dependiendo de si la estructura de la organización ayuda o no al directivo a formular e implementar planes con el fin de conseguir un mejor desempeño corporativo’.

Por tanto, la Teoría de *Stewardship* sostiene que, si los directivos de una compañía participan en el proceso de toma de decisión de forma activa, se sentirán involucrados en la actividad empresarial, lo que lleva a su actuación beneficiosa para la compañía. De modo contrario, cuando los directivos no se sienten involucrados en la actividad empresarial, perciben una falta de confianza de los propietarios en ellos, lo que hace más probable que lleven a cabo actividades que perjudiquen los intereses de los accionistas y, por tanto, que perjudiquen los intereses de la organización (Davis *et al*, 1997 en Eddleston y Kellermanns, 2007).

#### **2.1.4. Comparación de las Teorías de Agencia, *Stakeholders* y *Stewardship*.**

Dependiendo de en cuál de las tres teorías se base la empresa para diseñar el sistema de gobierno se obtendrá un modelo de gobernanza u otro. Estas tres

teorías, aunque presentan determinadas diferencias, tienen una serie de puntos en común, que plasmamos en la siguiente tabla.

TABLA 1. COMPARACIÓN TEORÍAS – *Teoría de la Agencia, de los Stakeholders, y de Stewardship.*

	<b>AGENCIA</b>	<b>STAKEHOLDERS</b>	<b>STEWARDSHIP</b>
<b>Delegación de poder en directivos</b>	X	X	X
<b>Conflictos interés directivos-proprietarios</b>	X		
<b>Sistemas de control</b>	X (Fuerte)		X (No excesivo)
<b>Interés común</b>		X (Todos los <i>stakeholders</i> )	X (Propietario y directivo)
<b>Maximizar el bien común</b>		X (De todos los <i>stakeholders</i> )	X (De la relación directivo-propietario)
<b>Sistema compensación para motivar al directivo</b>		X	X
<b>Implicación directivo en la vida de la sociedad</b>	X (Debido al control)	X (Voluntario: propio interés. Maximización del interés común)	X (Voluntario: propio interés)

*Tabla 1.*

*Fuente: elaboración propia a partir de la revisión de la literatura de la Teoría de la Agencia, Teoría de los Stakeholders y Teoría de Stewardship.*

De la tabla anterior se deriva el hecho de que las tres teorías propuestas son diferentes, pero tienen aspectos en común, y las tres inciden de manera significativa en el sistema de gobierno corporativo. Por ello, procederemos a analizar la definición de calidad de gobierno corporativo desde la perspectiva de la Teoría de la Agencia, de los *Stakeholders* y de *Stewardship*.

## **2.2. Definición de calidad del Gobierno Corporativo.**

Como ya hemos expuesto, el Gobierno Corporativo ha adquirido cada vez mayor relevancia en la vida de una compañía, hasta llegar a convertirse en un elemento esencial de la misma, no solo en la dirección interna sino también en la competitividad respecto a otras compañías del mismo o diferente sector. Al ser una pieza tan importante y clave en una empresa, el Gobierno Corporativo es una estructura que debe organizarse de manera adecuada de modo que éste permita llevar a cabo las estrategias y políticas diseñadas por los directivos de las compañías. Según El Comercio (2016), ‘‘un sistema de buen gobierno corporativo en la empresa eleva la calidad de las decisiones y produce mayor rentabilidad’’.

En la vida de una compañía es decisivo que los directivos actúen en interés de los propietarios, de tal manera que se intenten minimizar al máximo los costes de agencia y es por ello por lo que la estructura y organización del gobierno corporativo es muy relevante desde el punto de vista de la Teoría de la Agencia y de la Teoría de *Stewardship* (Lock *et al*, 2018). Por tanto, enfocaremos el presente trabajo desde la perspectiva de la Teoría de la Agencia y de la Teoría de *Stewardship* pues los tres índices elegidos para realizar el estudio de campo, *G-Index*, *E-Index* y *Gov-Score Index* se basan en las premisas de la Agencia y de *Stewardship*.

Consecuentemente, es esencial indagar acerca de qué se considera en el mercado financiero buen Gobierno Corporativo y qué significa que un Gobierno Corporativo goce de la calidad adecuada de tal manera que permita a la empresa conseguir el fin empresarial que se propone a lo largo del ejercicio económico.

En primer lugar, es necesario saber qué es exactamente el Gobierno Corporativo. El problema es que se han dado diversas definiciones lo que pone de manifiesto la dificultad existente para definir el gobierno corporativo de forma unívoca y, además, la propia OECD ha ido matizando la definición de

gobierno corporativo a lo largo de los años, como veremos en la siguiente tabla. Esto nos lleva a que lo que se entiende por “calidad” de gobierno corporativo tampoco se haya definido de manera unívoca, lo que consecuentemente da lugar a la posibilidad de que existan diferentes medidas de calidad del gobierno corporativo, que puedan responder a las diferentes definiciones de “calidad” del mismo.

TABLA 2. DEFINICIÓN DE GOBIERNO CORPORATIVO – *Diferentes acepciones.*

<i>Autor</i>	<i>Definición de Gobierno Corporativo</i>
<b>Cadbury (1992)</b>	<i>Sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas.</i>
<b>OECD (1999)</b>	<i>Sistema por el cual los negocios corporativos son dirigidos y controlados y donde se establecen derechos y obligaciones entre las diferentes personas involucradas en la empresa: propietarios, consejeros, administradores, accionistas y empleados, así como también las reglas y los procedimientos para la toma de decisiones sobre estos negocios.</i>
<b>OECD (2004)</b>	<i>Reglas y prácticas que rigen la relación entre los gerentes y los accionistas de las corporaciones, así como también entre partes interesadas como empleados y acreedores.</i>
<b>OECD (2015)</b>	<i>Conjunto de relaciones entre la dirección de la empresa, su consejo de administración, sus accionistas y otros actores interesados. Estructura a través de la cual se fijan los objetivos de la sociedad y se determina la forma de alcanzarlos y supervisar su consecución.</i>
<b>Puentes, Velasco y Vilar (2009)</b>	<i>Indicador clave de la buena gestión y responsabilidad social de las empresas dirigido a fortalecer los sistemas de gestión, control y administración de las empresas, constituyéndose como un instrumento de gestión de las relaciones entre principal –accionista- y agente –directivos-.</i>

<b>Deloitte (sin fecha)</b>	<i>Conjunto de normas, principios y procedimientos que regulan la estructura y el funcionamiento de los órganos de gobierno de una empresa. Establece las relaciones entre la junta directiva, el consejo de administración, los accionistas y el resto de partes interesadas, y estipula las reglas por las que se rige el proceso de toma de decisiones sobre la compañía para la generación de valor.</i>
-----------------------------	--

Tabla 2.

Fuentes: definiciones de Cadbury (1992), OECD (1999, 2004 y 2015), Puentes, Velasco y Vilar (2009) y Deloitte (sin fecha).

Debemos completar la definición de gobierno corporativo para entender qué es realmente la calidad del gobierno corporativo. Por un lado, podemos aproximar el término ‘calidad’ del gobierno corporativo al de ‘buen’ gobierno corporativo. Según la Real Academia Española (2014) *bueno* es un adjetivo que hace referencia a *algo de valor positivo, acorde con las cualidades que cabe atribuirle por su naturaleza o destino*. Del mismo modo, la Real Academia Española expone que *de calidad* es una locución adjetiva que significa que algo *goza de estimación general*.

No hay una definición unívoca para el término ‘calidad’ del gobierno corporativo pues éste diverge en función de la Teoría desde la que se aproxime el sistema de gobierno corporativo. Que el término ‘calidad’ no tenga una acepción unívoca proviene del hecho de que la propia definición de gobierno corporativo no es unívoca. En este sentido, según la RAE la calidad consiste en *algo que goza de la estimación general*, pero como hemos podido comprobar en este apartado, dependiendo de la Teoría desde la que se aproxime el término calidad, la estimación general no es la misma para aquellos que abogan por aproximar el Gobierno Corporativo desde la Teoría de la Agencia, para aquellos que lo aproximan desde la Teoría de los *Stakeholders* y aquellos que lo hacen desde la Teoría de *Stewardship*.

TABLA 3. ACEPCIÓN DE CALIDAD DEL GOBIERNO CORPORATIVO –  
Según cada teoría.

<i>Teoría</i>	<i>Acepción de “calidad” del gobierno corporativo</i>
<b>Teoría de la Agencia</b>	El gobierno corporativo será de calidad cuando se base en una estructura apropiada a través de la cual los accionistas puedan controlar diariamente la acción directiva. El sistema de gobierno corporativo se debe basar en una estructura normativa que regule el funcionamiento de los Consejos de Administración.
<b>Teoría de los Stakeholders</b>	El gobierno corporativo será de calidad cuando conforme un sistema que permita a los diferentes individuos que componen la empresa la consecución de sus intereses personales. Además, es preciso que, para que el gobierno sea de calidad, la estructura permita conciliar los diferentes intereses, no solo entre accionistas y directivos, sino entre todos los <i>stakeholders</i> .
<b>Teoría de Stewardship</b>	El gobierno corporativo será de calidad cuando se estructure en él un sistema de compensación a los directivos en un entorno de confianza, que les atraiga a participar en la gestión de la compañía, en el que no exista un alto nivel de concentración de poder y control por parte de los accionistas. Mediante esta estructura se permite a los directivos satisfacer sus propios intereses a través de la satisfacción de los intereses de los accionistas y se minimizan los costes de control.

Tabla 3.

Fuente: elaboración propia a partir de la revisión de la literatura: Teoría de la Agencia, Teoría de los Stakeholders y Teoría de Stewardship.

Lock, Paulson y Hoffmann-Becking (2018) exponen una serie de variables que deben tenerse en cuenta para que el gobierno corporativo y, por ende, la administración de una compañía sea de calidad desde la aproximación de la Teoría de la Agencia y de la Teoría de *Stewardship*. En primer lugar, es imprescindible orientar la estrategia de la compañía a largo plazo, pues de esta manera se maximizará la rentabilidad a largo plazo. En segundo lugar, es necesario que se lleven a cabo toma de decisiones de inversión, pero es imprescindible que dichas inversiones sean supervisadas a posteriori. En tercer

lugar, es importante que en caso de que haya remanente de efectivo en caja, dicho remanente se invierta en otros proyectos o se revierta a los directivos en forma de dividendos. En cuarto lugar, es importante tener en cuenta que debe haber independencia entre el director general y el presidente del Consejo de Administración. En quinto lugar, es necesario que la compañía diseñe un plan de remuneración e incentivos suficiente y adecuado para motivar a los directivos. Dicha remuneración a directivos tiene no solo que compensar el trabajo que deben llevar a cabo los directivos para satisfacer los intereses de los accionistas, sino también, motivarles (Lock *et al*, 2018).

A grandes rasgos, podríamos considerar que estos 5 aspectos marcan la calidad de un gobierno corporativo desde el enfoque de la Teoría de la Agencia y de la Teoría de *Stewardship*, lo que significa que, de carecer de alguno de ellos, podríamos llegar a la conclusión de que dicho gobierno corporativo no goza de la estimación de los interesados, que desde el punto de vista de la Teoría de la Agencia y de la Teoría de *Stewardship* son los propietarios.

En conclusión, al no existir una definición unívoca de calidad del gobierno corporativo, es necesario que las personas que deban considerar esa calidad y considerar si el gobierno corporativo de una determinada compañía goza de la estimación general desde su perspectiva, es necesario aplicar una serie de instrumentos destinados a medir la calidad del gobierno corporativo.

## **2.3. Medidas de calidad del Gobierno Corporativo.**

### ***2.3.1. Cumplimiento de Códigos de Buen Gobierno.***

Para evaluar la actividad empresarial y medir la calidad del gobierno corporativo existen diversas medidas, entre las cuales se encuentra el grado de cumplimiento de los códigos de buen gobierno. Es por ello por lo que, en el contexto español, como veremos posteriormente, se han ido sucediendo diversos códigos relativos al buen gobierno de las compañías y a las medidas

que éstas deberían adoptar para poder considerar sus gobiernos corporativos como ‘gobiernos de calidad’.

El principal problema derivado del cumplimiento de dichos códigos es que sus preceptos no son de obligada realización, pues las compañías únicamente tienen el deber de informar al mercado financiero acerca de su aplicación o no aplicación, pero en ningún caso serán sancionadas por su incumplimiento (Laraña *et al*, 2013). Podríamos afirmar que, al tratarse de recomendaciones, se podría entender que una compañía que cumple los códigos de buen gobierno tiene más posibilidades de que su gobierno corporativo sea de calidad, pero, sin embargo, no podríamos afirmar tan rotundamente que una compañía que no cumple con los códigos tenga un mal gobierno corporativo, aunque es probable que así sea. En este sentido, al tratarse de recomendaciones y no, por tanto, de obligaciones, los principios que se recogen en los Códigos de Buen Gobierno no tienen por objetivo prejuzgar ni pronosticar las decisiones de negocio de las compañías, como así argumenta la OECD (2016), sino proporcionar una guía con sugerencias y consejos que pueden seguir las empresas para que sus gobiernos corporativos sean de calidad. De este modo, puede que las recomendaciones de los Códigos sean válidas y útiles para determinadas compañías, pero no lo sean para otras que, en su caso, no seguirán dichos principios y no por ello su gobierno corporativo va a ser rotundamente de mala calidad. Esto es consecuencia de la posibilidad de aproximar la estructura del Gobierno Corporativo desde diferentes teorías, lo que da lugar a la posibilidad de entender la calidad de manera diferente. En definitiva, los Códigos de Gobierno son estándares que no siempre funcionan para todas las empresas lo que significa que su no cumplimiento por parte de una determinada empresa no implica necesariamente que su gobierno corporativo sea de menor calidad.

Los códigos de buen gobierno establecen cuáles son las buenas prácticas empresariales a llevar a cabo para que la compañía que los pone en práctica y cumple sus recomendaciones tenga un gobierno corporativo estándar. Son recomendaciones mínimas estándar que deben cumplir las empresas para tener un buen gobierno corporativo, son patrones o modelos de referencia que deben

tener en cuenta las compañías a la hora de diseñar su estructura de gobierno corporativo. Es importante tener en cuenta que, desde la perspectiva de la Teoría de la Agencia, cuanto mayor calidad del gobierno corporativo, mejor estructura de gobierno tendrá la empresa, lo que daría lugar a unos mejores resultados y mayores beneficios para los accionistas y, en consecuencia, hace que la empresa sea competitiva en el mercado. Es importante destacar que los Principios de Gobierno Corporativo de la OECD, que sirven como modelo para crear los Códigos de Buen Gobierno de los diferentes países, también se apoyan en la Teoría de la Agencia y de *Stewardship*, aunque recuerda la importancia que cobran los *stakeholders* dentro de la compañía.

Los Códigos de Gobierno nacionales surgen por primera vez como consecuencia de las numerosas fusiones y adquisiciones hostiles que tuvieron lugar en los años previos a 1970. A finales de los años 80 el número de países que deciden publicar su primer Código de Gobierno aumentó considerablemente: en 1989 Hong Kong emite su primer Código de Gobierno nacional dirigido a sociedades cotizadas en bolsa y, posteriormente, en 1991 es Irlanda quien da el paso para publicar su primer Código de Gobierno (Zulkafli *et al*, 2017:505).

En el contexto europeo, los Códigos de buen gobierno se abordan como instrumentos que sirven para intentar minimizar los problemas relacionados con la separación de propiedad y gestión de las compañías, es decir, se apoyan en la Teoría de la Agencia. Estos problemas que, como ya hemos mencionado anteriormente, surgen de la falta de control de los agentes por parte de los accionistas, pueden dar lugar a serios problemas económicos para las compañías, lo que podría desembocar en una deficiente situación económica en el ámbito europeo (Ferrero y Ackrill, 2016:882).

La globalización y europeización han hecho que las prácticas de gobierno corporativo en el ámbito europeo y nacional de cada país se enfoquen hacia el modelo internacional (Zulkafli *et al*, 2017:503). Este interés creciente y la europeización en el contexto del gobierno corporativo se hace más notable a partir del Informe *Cadbury* publicado en 1992, basado en el principio de

cumplir o explicar el incumplimiento (Zulkaflī *et al*, 2017:503), el cual expuso las bases sobre las cuales se asientan las buenas prácticas de gobierno corporativo en la actualidad en gran parte de los países (Ferrero y Ackrill, 2016). Este informe surgió como respuesta a los grandes escándalos de BCCI, Polly Peck y Maxwell y desembocó en la redacción de un Código de Gobierno Corporativo en Reino Unido (Mastrangelo, 2017).

Después de estos grandes escándalos mencionados, el interés por las buenas prácticas de gobierno corporativo se propagó por todo el territorio europeo, lo que dio lugar a que en el año 1999 la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OECD) publicase los “Principios de Gobierno Corporativo” (Ferrero y Ackrill, 2016). Estos primeros principios de gobierno corporativo publicados por la OECD no fueron pétreos y, a lo largo de los años, esta organización ha ido modificando y publicando los Principios de Gobierno Corporativo con el fin de adaptarse al contexto actual. Una diferencia fundamental respecto al Informe *Cadbury* es que la OECD se apoya en la Teoría de los *Stakeholders* para el desarrollo de sus principios, lo que hace en definitiva que el término “calidad” del gobierno corporativo diverja de uno a otro.

Posteriormente, se publicó en el contexto europeo el Plan de Acción dirigido a cuarenta empresas localizadas en la Unión Europea. Este Plan de Acción, que se basó también en la Teoría de la Agencia para resolver los problemas derivados del gobierno corporativo de las entidades, tenía en cuenta principalmente la coordinación de la política nacional en relación con la gobernanza corporativa (Ferrero y Ackrill, 2016).

La gran vicisitud en torno a los Códigos de Buen Gobierno se centra en que, como argumentan Zulkaflī, Hooy y Ooi (2017), no basta con la creación y emisión de un único código pétreo que se aplique a lo largo de los años, sino que es absolutamente necesaria la revisión con el fin de adaptar al máximo posible los Códigos al contexto real en el que se encuentran las compañías y a la normativa vigente, tanto legal como bursátil.

En el contexto español, la primera referencia al gobierno corporativo y su regulación tiene lugar en el año 1998 con el Informe Olivencia, el primer Código de Buen Gobierno español, cuyas recomendaciones eran de cumplimiento voluntario, aunque sí era obligatorio informar al mercado de valores sobre el nivel de aplicación (Laraña *et al*, 2013:135). Debido al escaso conocimiento de este código por parte de los accionistas y propietarios, se crea en el año 2003 el Código Aldama, que recoge un patrón o modelo de buen gobierno, basado en el principio de transparencia, el deber de informar al mercado financiero respecto a la economía y contabilidad de la sociedad, el deber de lealtad y la responsabilidad de los administradores (Informe Aldama, 2003:10).

Posteriormente, surge en 2005 el Código Conthe dirigido a las sociedades cotizadas en el mercado español y aquellas empresas que aplicaban el este código eran percibidas de manera favorable por el mercado, lo que hacía que su valor fuese mayor (Solís, 2006: 51). Finalmente, se publica el 24 de febrero de 2015 el Código Unificado de Buen Gobierno, actualmente vigente. Este código es, igualmente, de aplicación voluntaria, aunque se basa en el principio de cumplir o explicar, el cual impone a las sociedades cotizadas españolas el deber de establecer en el Informe Anual de Gobierno Corporativo el grado de cumplimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo (Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas, 2015).

En conclusión, una vez expuestos, a grandes rasgos, las principales características de los Códigos de Buen Gobierno nacionales podemos manifestar que éstos establecen cómo debe gobernar una empresa de manera política, consiguiendo un gobierno corporativo estándar, pero éstos no hacen referencia a cómo se debe diseñar el gobierno corporativo para que los resultados de la compañía sean óptimos (Moscoso y Jaramillo, 2008:101). Es importante resaltar el hecho de que, como hemos podido observar a lo largo de este apartado, cada país da un especial peso a una teoría concreta: Teoría de la Agencia, Teoría de los *Shareholders* y Teoría de *Stewardship*. En el caso español, los Códigos de Buen Gobierno se apoyan en la Teoría de la Agencia de tal manera que el gobierno corporativo será de calidad si existe una

separación entre dirección y propiedad y, además, si existe un sistema de control de los directivos. Finalmente, es importante recalcar que debido a que los Códigos de Buen Gobierno no son de obligado cumplimiento, simplemente son recomendaciones que pueden seguir las empresas para configurar un gobierno corporativo de calidad, surgen otras maneras o medidas de calidad del gobierno corporativo de las compañías, como son los *ratings* y los índices de buen gobierno, que estudiaremos a continuación.

### **2.3.2. Rating.**

En 2001 y 2002 tuvieron lugar los escándalos, y posteriores disoluciones, de Enron y WorldCom respectivamente, dos empresas estadounidenses que habían defraudado sus estados contables con el fin de ocultar unas deudas de 30.000 millones de dólares en el caso Enron y 3.850 millones de dólares en el caso WorldCom, lo que provocó pérdidas de millones de dólares a sus accionistas (BBC Mundo, 2001; BBC Mundo, 2002).

En respuesta a estos grandes escándalos, empezaron a surgir diversas compañías independientes dedicadas a analizar y medir la calidad de los gobiernos corporativos de las sociedades cotizadas con el objetivo de poder comparar diferentes empresas a través de los *ratings* y poder proporcionar a los inversores y accionistas información de calidad relativa al rendimiento y desempeño de sus sociedades. Además, dicha información también permite a potenciales inversores decidir en qué empresa invertir basándose en el buen o mal gobierno corporativo de la misma, siendo este rating una variable de decisión más a la hora de arriesgar su dinero (Daines *et al*, 2009 en Kellogg Insight, 2010; Fernández *et al*, 2008).

Es importante saber qué variables tienen en cuenta los *ratings* para determinar la calificación de la calidad de los gobiernos corporativos, es decir, qué variables diferencian un gobierno corporativo de calidad de un mal gobierno corporativo, según las compañías de *rating*. Una de las variables más usadas por estas empresas para determinar el *rating* de gobierno corporativo es que

haya independencia entre el presidente del Consejo de Administración y el director general de la compañía, lo que se basaría en la Teoría de la Agencia. Sin embargo, también existen compañías de calificación de calidad del gobierno corporativo que para establecer los *ratings* se centran principalmente en la información que se desprende los estados financieros. La medida utilizada para determinar el *rating* de la calidad del gobierno corporativo de una compañía suele ser de 1 a 10, aunque algunas compañías de calificación prefieren establecer un baremo de 1 a 100 (Daines *et al*, 2009 en Kellogg Insight, 2010).

Otros ratings, como por ejemplo el de Standard & Poor's (S&P's) corporate governance score y el FTSE-ISS *index*, creado en el año 2004, se basan en una serie de componentes que debería tener una compañía para que su estructura de gobierno corporativo sea de calidad, y en base a la posesión o falta de esos componentes establecen los *ratings*. Los componentes son los siguientes: estructura de participación de los accionistas y derechos de los mismos, lo que hace referencia a la Teoría de la Agencia, transparencia financiera y auditoría, estructura del Consejo de Administración y retribución de los directivos en referencia a la Teoría de *Stewardship*. Cuanto mejor sean las estructuras enunciadas, mayores posibilidades tiene una compañía de obtener un rating elevado, lo que significa que el gobierno corporativo de la misma es de calidad (Fernández *et al*, 2008; Walton y Aisbitt, 2016).

Es importante de igual modo hacer referencia a los *ratings* ESG, creados por las agencias de *rating* ESG en respuesta a la gran demanda de datos de calidad en relación con el contexto social y medioambiental de las compañías (Avertisyan y Hockerts, 2017:317).

Estos *ratings* ESG están basados en parámetros, tanto financieros como no financieros, pues dan a los inversores una referencia sobre el rendimiento de las compañías a través de un conjunto de indicadores sociales y medioambientales que miden el desempeño de las empresas que les permite compararlas y evaluarlas (Kocmanova y Simberova, 2012:485). Este índice parte de la idea de que el rendimiento de las empresas varía y depende del

contexto medioambiental y social en el que se encuentre y, por ende, también variarán las estructuras de gobierno corporativo. Respecto a esta idea, existe un estudio que demuestra que el gobierno corporativo puede variar mucho entre una empresa y otra, es decir, dentro de una misma muestra, pues no solo el contexto general afecta al gobierno corporativo, sino también el contexto específico de cada compañía. En este sentido, el estudio afirma que las compañías situadas en países cuyo sistema legal es débil van a tener un gobierno corporativo de peor calidad que aquellas compañías que operen en países con sistemas legales robustos (La Porta *et al*, 2000 en Kocmanova y Simberova, 2012:486). En otras palabras, el rendimiento de las compañías varía en función de sus relaciones con los diversos *stakeholders* que están en contacto con las mismas.

Como podemos observar y como venimos argumentando a lo largo de este trabajo, al igual que ocurre con la definición de gobierno corporativo y de “calidad” del gobierno corporativo, que no son unívocas pues dependen en gran medida de la teoría en la que se apoyen, ocurre lo mismo con los *ratings* ya que lo que éstos miden depende, en gran medida, de la teoría en la que se apoyen.

Las empresas de calificación de la calidad del gobierno corporativo afirman que, si los inversores hubieran sabido, previamente a su inversión, el *rating* de las compañías en las que estaban invirtiendo, se habrían prevenido todas las pérdidas monetarias derivadas de los escándalos de Enron y WorldCom. Uno de los argumentos más usados para sostener esta afirmación es que las compañías que se centran en tener un gobierno corporativo de calidad y, por tanto, un mayor *rating*, son más transparentes y generan unos mayores beneficios a largo plazo. Además, un mejor *rating* da lugar a una mayor confianza de los inversores lo que permite a la compañía disminuir el coste de capital necesario para financiarse (Daines *et al*, 2009).

Además, estas empresas sostienen que el *rating* de una compañía permite a los inversores poder conocer la calidad del gobierno corporativo de la misma gracias a que el *rating* es, básicamente, un “esquema resumido” de la vida de la compañía que determina cómo va a actuar ésta en el futuro. Por el contrario,

una compañía con un bajo *rating* de calidad de gobierno corporativo tendrá, por consiguiente, una estructura de gobierno corporativo deficiente lo que permitirá a la empresa manipular los estados financieros con mayor facilidad, provocando un mayor riesgo e inseguridad a los inversores (Walton y Aisbitt, 2016).

Debido a todo lo expuesto, a partir del surgimiento de las empresas de calificación de la calidad del gobierno corporativo, muchas compañías comenzaron a mejorar su gobierno corporativo con el objetivo de acrecentar su *rating* y conseguir que los potenciales inversores depositaran su confianza en ellas pues existen estudios que afirman la correlación positiva entre la calidad del gobierno corporativo y el éxito de la empresa, lo que supondría un mayor beneficio para los accionistas (Maly *et al*, 2002 en Kocmanova y Simberova, 2012:486).

Sin embargo, varios autores, como Daines, Gow y Larcker (2009), cuestionaron la validez de los *ratings* de gobierno corporativo para predecir la actuación de las compañías en el futuro. Tras un estudio, argumentaron que no hay grandes evidencias que sustenten la idea de que el *rating* o calificación se pueda usar para predecir el futuro de la compañía. Para llegar a esta conclusión, se basan en la hipótesis de que los *ratings* de estas compañías contienen grandes errores de medición, lo que hace que se atenúe el coeficiente de las regresiones dando lugar a una baja correlación entre los diferentes *ratings*. Esta hipótesis conduce a dos ideas: o bien hay grandes errores de medida en alguno de los *ratings* o bien cada *rating* mide estructuras de gobierno corporativo diferentes entre sí. Respecto a la última afirmación, los autores se refieren a que, al utilizar las empresas de calificación las mismas variables de gobierno corporativo para todas las compañías que pretenden analizar, se produce una medición de gobierno corporativo general independientemente de que la estructura del gobierno corporativo de las diferentes compañías que se analizan sea diferente. Esto hace que la medición de los *ratings* no sea consistente y que no se pueda dar una respuesta sólida a la calidad del gobierno corporativo de la compañía que se está analizando.

### ***2.3.3. Índices de Gobierno Corporativo.***

Una forma de medir la calidad del gobierno corporativo es a través de la aplicación de los índices de buen gobierno que, a grandes rasgos, miden el nivel de separación entre el control de una sociedad y la propiedad de la misma, la protección de los intereses de los propietarios y la capacidad de éstos de ejercer control sobre los directivos, desde la perspectiva de la Teoría de la Agencia. Para la creación de dichos índices se utilizan datos financieros, contables y legales de diversas compañías y, además, se llevan a cabo diversas encuestas sobre el gobierno corporativo que las propias compañías deben contestar (Garay *et al*, 2006).

En la actualidad, se crean y publican diferentes índices que miden la calidad del gobierno corporativo de las compañías, basándose cada uno de ellos en medidas diferentes, lo que puede derivar en la duda de si es necesario aplicar todos ellos para obtener una medida de la calidad del gobierno corporativo que permita a los potenciales inversores en qué empresa invertir.

En este apartado expondremos los tres índices de gobierno seleccionados para abordar el estudio de campo: *G-Index*, *E-Index* y *Gov-Score index*. La elección de estos tres índices responde a que, después de un estudio en profundidad sobre los índices de gobierno, hemos llegado a la conclusión de que estos tres índices se basan en medidas diferentes para determinar la calidad del gobierno corporativo de una compañía, pero se complementan entre sí. Además, son índices que provienen tanto de la Academia como de empresas consultoras, lo que hace más rico el estudio. En concreto, el índice *G-Index* es un índice que se basa en las provisiones proporcionadas por el IRRCi mientras que el *E-Index* tiene en cuenta únicamente seis provisiones proporcionadas por el IRRCi, las relacionadas negativamente con la valoración de una compañía, lo que hace acotar de manera significativa el resultado. Finalmente, el *Gov-Score* tiene en cuenta tanto el gobierno corporativo externo, como interno. Como podemos observar, estos tres índices, aunque son diferentes, se puede considerar que se complementan, y este es el atractivo de su estudio.

Es importante resaltar que, aunque los tres índices fueron creados por la Academia, el índice *Gov-Score* es un índice que se basa en provisiones proporcionadas por la empresa consultora más influyente para los accionistas, *Institutional Shareholder Services*, en adelante ISS, por lo que es un índice institucional, mientras que los índices *G-Index* y *E-Index* son índices que se basan en provisiones proporcionadas por el *Investor Responsibility Research Center Institute*, en adelante IRRCi, (Redondo y Bilbao, 2018).

Respecto al surgimiento de estos tres índices, el *G-Index* surge como consecuencia de los estudios llevados a cabo por la Academia en relación con la Teoría de la Agencia y los problemas derivados de la misma. La Academia llegó a la conclusión de que los derechos de los accionistas variaban de una empresa a otra por lo que decidieron crear un “índice de gobernabilidad” generalizado, que sirviese a aproximadamente 1.500 empresas. El resultado de este estudio llevado a cabo por Gompers, Ishii y Metrick dio lugar al descubrimiento de que existía relación entre el gobierno corporativo de las compañías y la evolución de sus acciones: los accionistas compraban acciones de las compañías cuando el índice de gobierno era bajo, debido a la robustez de los derechos de los accionistas, y vendían las acciones cuando el índice de gobierno era alto, lo que indicaba que los derechos de los accionistas eran más débiles (Gompers *et al*, 2001).

El *E-Index*, o índice de atrincheramiento, también creado por la Academia, surge de la idea inicial de que el gobierno corporativo puede afectar substancialmente al valor de la compañía y, en consecuencia, a los accionistas. En este sentido, Bebchuk, Cohen y Ferrel (2004) centraron su estudio en descubrir cuáles de las veinticuatro provisiones del IRRCi, en las que se basa en *G-Index*, estaban correlacionadas negativamente con el valor de una compañía. Finalmente, llegan a la conclusión de que existen seis provisiones que se relacionan negativamente con el valor de la compañía, de tal manera que cuanto menor sea el valor del índice, mayor será el valor de la compañía pues significa que ésta cumple menos provisiones de las seis correlacionadas negativamente y, en consecuencia, de mayor calidad será el gobierno corporativo (Bebchuk *et al*, 2004). Este índice se apoya en la Teoría de la

Agencia pues las provisiones que toma en cuenta hacen referencia a la relación entre los propietarios y los directivos y el Consejo de Administración.

Finalmente, el Brown y Caylor (2006) apreciaron que tanto el *G-Index* como el *E-Index* se centraban únicamente en el gobierno corporativo externo de las compañías y que, además, las provisiones en las que se basaban ambos índices mencionados para proporcionar la calidad del gobierno corporativo integraban medidas tendentes a evitar la absorción por otras compañías, es decir, medidas anti-adquisición. Por ello, decidieron basar su estudio en cincuenta y una disposiciones específicas de la empresa y que no solo representan el gobierno corporativo externo, sino también el interno pues es cierto que las compañías cuentan con una vida externa, a través de la cual se relacionan con el entorno, demás empresas y clientes, pero el gobierno interno es igualmente relevante, es decir, el funcionamiento interno de la compañía, de los órganos de gobierno y la actividad de los directivos. Como resultado, obtuvieron el índice *Gov-Score*, basado en siete provisiones, que están relacionadas positivamente con el valor de la compañía, de manera que, a un mayor valor del índice, de más calidad será el gobierno corporativo de la empresa.

### **2.3.3.1. Índice de Gobierno *G-Index*.**

El índice de Gobierno *G-Index*, también conocido como *GIM Index*, por las iniciales de sus creadores, Gompers, Ishii y Metrick, se basa en las veinticuatro provisiones proporcionadas por el IRRCi.

Para crear este índice, los autores clasifican las provisiones en dos grandes grupos: un primer grupo dedicado a los estatutos y provisiones que autorregulan las compañías y un segundo grupo formado por las leyes estatales de anti-absorción, las cuales restringen el derecho de los accionistas estableciendo límites a su poder de voto y a su facultad para reemplazar a los directivos de la sociedad. Al combinar las veinticuatro disposiciones se obtiene el *G-Index* aplicable, a priori, a cualquier sociedad de la que se desee conocer

su calidad de gobierno corporativo. Si al aplicar el índice a una sociedad en concreto se obtiene un alto valor, esto significa que el poder de gestión de los directivos de la compañía es alto, lo que por ende significa que el poder de los accionistas es débil, lo que resulta en un gobierno corporativo de peor calidad. El principal objetivo del *G-Index* es evidenciar que las compañías más democráticas son las más valiosas para los potenciales inversores y para el mercado (Gompers *et al*, 2001). Además, los creadores de este índice, Gompers, Ishii y Metrick (2001:1), sostienen la idea de que, a derechos de accionistas más débiles, menor es la *performance* de la compañía y, en consecuencia, menor es su valoración en el mercado. Esto significa que cuanto más robustos sean los derechos de los propietarios, frente a las facultades de los directivos, mejor gobierno corporativo tendrá la compañía y mejor valoración recibirá del mercado.

No solo Gomers, Ishii y Metrick sostienen esta idea, sino que también existen otros estudios relativos a esta cuestión que argumentan que aquellas compañías que cumplen las provisiones que disminuyen los poderes y derechos de los accionistas sufren costes de agencia adicionales, pues al verse disminuido el poder de los propietarios, el poder de los directivos aumenta, lo que hace que en ocasiones se produzcan conflictos de interés y sea necesario destinar más recursos al control de los directivos. Los mayores costes de agencia están directamente relacionados con un menor rendimiento y, por ende, una obtención de beneficios menor por parte de la compañía. Por tanto, un mayor control de los accionistas y la separación de poderes del presidente del Consejo de Administración y del director general dan lugar a menores costes de agencia lo que se traduce en un mejor rendimiento de la compañía a largo plazo (Bhagat y Bolton, 2007; Gompers *et al*, 2001).

El índice *G-Index* funciona de la siguiente manera. En primer lugar, estudia la compañía con el fin de determinar si se dan en ella las provisiones que restringen los derechos de los accionistas. En segundo lugar, se otorga un punto por cada provisión que se dé en la entidad. En definitiva, cuanto más alto sea el resultado obtenido en la aplicación del *G-Index*, mayores provisiones restrictivas de derechos de accionistas habrá en la compañía y menor será la

calidad del gobierno corporativo. Como podemos observar, este índice se apoya en la Teoría de la Agencia y en la relación entre los propietarios y los directivos. Cuanto más poder tengan los directivos, menor será la calidad del gobierno corporativo y menor será la valoración de la compañía.

Puede encontrarse una tabla resumen de las provisiones usadas como componentes del *G-Index* en el Anexo I.

### **2.3.3.2. Índice de Atrincheramiento *E-Index*.**

El índice de Atrincheramiento, conocido también como *E-Index* fue creado por Bebchuk, Cohen y Ferrel, en 2004, a partir de las provisiones que propone el IRRCi. El objetivo principal del *E-Index* es analizar la disociación entre los derechos de los accionistas y las decisiones corporativas tomadas por los directivos, proporcionando una medida de calidad que solo tiene en cuenta aquellas provisiones negativamente relacionadas con la valoración y con el rendimiento de la compañía (Bebchuk *et al*, 2004).

A diferencia del *G-Index*, que se basa en todas las provisiones propuestas por el IRRCi, el *E-Index* es más preciso, pues únicamente se basa en seis provisiones de esas veinticuatro propuestas, es decir, en aquellas que están correlacionadas negativamente con la valoración de una compañía. Al tomar en consideración únicamente las provisiones que, de existir en la empresa, daría lugar a una baja y deficiente calidad del gobierno corporativo, se consigue que el resultado obtenido a través de la aplicación del *E-Index* sea más ajustado que el obtenido a través de la aplicación del *G-Index* y por eso es atractivo su estudio en el presente trabajo.

Según Bebchuk, Cohen y Ferrel (2004), un incremento del *E-Index* está relacionado con valores de Q de Tobin reducidos, de tal manera que las seis provisiones de este índice están correlacionadas inversamente con los valores Q de Tobin: cuantas más provisiones, de las seis propuestas por los creadores, existan en la compañía, mayor será la medida proporcionada por el *E-Index*, de

tal manera que menores serán los valores Q de Tobin. Esto significa que, cuanto mayor sea el resultado obtenido en la aplicación del índice, menor será la calidad de gobierno corporativo de una compañía, pues menor será su valoración, aunque esto no significa que la valoración de la misma en el mercado financiero sea menor que la de otras empresas con mejor calidad de gobierno corporativo, pues en la valoración entran en cuenta otros factores, que no son objeto del presente estudio.

Para calcular el *E-Index* simplemente se debe dar un punto por cada una de las seis provisiones con las que cuente la compañía, de tal manera que el valor obtenido podrá oscilar entre cero y seis. Que el valor del *E-Index* obtenido sea cero significa que la compañía no cuenta con ninguna de las provisiones correlacionadas negativamente con Q de Tobin, es decir, la calidad de su gobierno corporativo será mayor y, por ende, su rendimiento. En cambio, si el valor del *E-Index* obtenido es seis, significa que la compañía cuenta con todas las provisiones correlacionadas negativamente con Q de Tobin, por lo que el rendimiento de la empresa será menor debido a su peor calidad de gobierno corporativo (Bebchuk *et al*, 2004).

Puede encontrarse una tabla de provisiones usadas como componentes del *E-Index* en Anexo II.

### **2.3.3.3. Índice Gov-Score.**

El *Gov-Score Index*, también conocido como *Quality-Score*, es un índice creado por Brown y Caylor en el año 2006 a partir de datos del ISS, empresa líder en consultoría de gobierno corporativo e inversión responsable cuya misión es “permitir que la comunidad financiera administre el riesgo de gobernabilidad en beneficio de los accionistas” (Institutional Shareholder Services, sin fecha).

Es necesario añadir este índice a nuestro estudio pues, como hemos mencionado anteriormente, los dos primeros índices únicamente tienen en

cuenta el gobierno corporativo externo, mientras que este índice también toma en consideración el gobierno interno. El *Gov-Score Index* proporciona una visión de la compañía que tiene en cuenta tanto la gobernanza externa, como la interna pues, como hemos mencionado anteriormente, no únicamente es relevante la relación de la empresa con el entorno, sino también la relación entre los propios órganos de la misma. En este sentido, los creadores del índice afirman que para que el gobierno corporativo de una compañía sea de calidad debe contar tanto con medidas externas como internas (Brown y Caylor, 2006:411).

Para medir la calidad del gobierno corporativo de una compañía y el riesgo de la Junta General, el *Gov-Score* se basa en cincuenta y un factores referentes a la gobernanza tanto interna como externa, que abarcan ocho áreas, entre las que se encuentran: auditoría, compensación y Consejo de Administración, áreas muy relevantes en el contexto del gobierno corporativo (Brown y Caylor, 2006). En referencia a las provisiones, los creadores del índice *Gov-Score* argumentan de manera similar a los creadores del *E-Index* y afirman que únicamente un número reducido de provisiones, de todas las que proporcionan IRRCi y ISS, están relacionadas con la valoración de las compañías (Brown y Caylor, 2006:412).

En su estudio, Brown y Caylor (2006:412) descubren que hay cinco factores de gobernanza interna que están íntimamente correlacionados con el valor de la compañía. Además, estos autores respaldan los descubrimientos Bebchuk, Cohen y Ferrel (2004) al argumentar que, efectivamente, las ausencias de Junta escalonada y píldora venenosa dan lugar a una mayor valoración de la compañía, lo que se traduce en un gobierno corporativo de mayor calidad (Bebchuk *et al*, 2004; Brown y Caylor, 2006).

El resultado de todo el estudio llevado a cabo por Brown y Caylor desemboca en el índice *Gov-Score* y en una versión modificada del *E-Index*, a la que dan el nombre de índice ENT. En primer lugar y en referencia al índice *Gov-Score*, éste contiene siete medidas de gobernanza corporativa de las cuales cinco hacen referencia al gobierno interno y dos al gobierno externo, Junta

escalonada y Píldora venenosa. En comparación con el *E-Index*, basado únicamente en seis provisiones externas, Brown y Caylor argumentan que, al ser más fácilmente modificables las medidas internas que las externas, las cuales están influidas no solo por la actuación de la empresa, sino también por el entorno, el índice *Gov-Score* es más temporal que el *E-Index* y que la versión modificada, el índice ENT (Brown y Caylor, 2006:427).

Brown y Caylor (2006:411) argumentan que el índice *Gov-Score* menos el índice *ENT*, es decir, el *Gov-Score-ENT*, explica sustancialmente la valoración de una compañía y, por tanto, la calidad de su gobierno corporativo. Esto significa que las provisiones que toma en cuenta el índice *Gov-Score*, y que no se tienen en cuenta en aquellos índices obtenidos a partir de las provisiones proporcionadas por el IRRCi, son significativamente importantes para determinar la calidad del gobierno corporativo.

El índice *Gov-Score* determina la relación entre el gobierno corporativo de una compañía y la valoración de la misma (Brown y Caylor, 2006:411). En consecuencia, un alto valor del índice *Gov-Score* determina que el gobierno corporativo de una compañía es de calidad pues se cumplen en dicha compañía las siete provisiones relativas a la gobernanza interna y externa. Las conclusiones a las que llegan Brown y Caylor determinan que las provisiones que toma en consideración el *Gov-Score* son suficientes para que dicho índice esté vinculado a la valoración de las empresas (Brown y Caylor, 2006:422).

Puede encontrarse una tabla resumen de las provisiones usadas como componentes del índice *Gov-Score* en Anexo III.

### **3. Estudio de campo.**

#### **3.1. Metodología. Estudio de campo y diseño de la investigación.**

Una vez finalizada la revisión de la literatura procederemos a realizar un estudio de campo comparativo en el que aplicaremos a las cinco empresas de la muestra los tres índices de gobierno corporativo *G-Index*, *E-Index* y *Gov-Score*. Los dos objetivos principales del presente estudio, como ya hemos adelantado, son, por un lado, conocer por qué existen diversos índices que miden la calidad de la gobernanza corporativa y descubrir las implicaciones que derivan de este hecho, y por otro, conocer si existe un “mejor” índice para medir la calidad del gobierno corporativo, es decir, descubrir si alguno de los tres índices es mejor que los otros y por qué.

La población para realizar el estudio de campo estará compuesta por las empresas del IBEX-35, pues vamos a analizar la aplicación de los tres índices de gobierno corporativo en el contexto español. Como argumenta Eisenhardt (1989:537), la población conforma el conjunto de compañías del cual se obtendrá la muestra de investigación, lo que supone que determinar correctamente la población es decisivo para que el estudio sea satisfactorio.

Una vez determinada la población, debemos determinar la muestra, es decir, las empresas del IBEX-35 elegidas para realizar el estudio de campo. Las empresas del IBEX-35 que van a componer nuestra muestra son las siguientes:

Sabadell (sector financiero)  
Inditex (sector consumo, textil)  
Técnicas reunidas (sector industria)  
Gas Natural (sector energía)  
Cellnex Telecom (sector comunicaciones)

Para la elección de la muestra, hemos procedido a escoger aquellas empresas pertenecientes a los diferentes sectores cuyo PER es mayor a fecha de hoy<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Cotización bursátil del Ibex-35. El economista, 2 de abril de 2018.

Hemos empleado este criterio para la elección de la muestra con el fin de obtener, al aplicar los índices de gobierno corporativo, la calidad de aquellas compañías que cotizan en el Ibex-35 con mayor valoración en el mercado en relación con sus beneficios, de tal manera que a mayor PER, mayor número de veces está el beneficio por acción contenido en su precio. De esta manera, podremos estudiar cómo se estructura el sistema de gobierno corporativo de las empresas mejor valoradas en el mercado, de cada sector, desde la perspectiva de la Teoría de la Agencia y de *Stewardship*.

Para realizar el estudio de campo, utilizaremos, como hemos mencionado previamente en el apartado “Metodología”, un método cualitativo inductivo y un escenario exploratorio con el fin de descubrir las diferentes situaciones que surgen de la aplicación de los tres índices a las cinco compañías seleccionadas. La población son las empresas del Ibex-35 y nuestra muestra se compone por las siguientes empresas: Sabadell, Inditex, Técnicas Reunidas, Gas Natural y Cellnex Telecom, todas pertenecientes a diferentes sectores, por los motivos explicados previamente en el apartado “Metodología”.

A continuación, procederemos a explicar cómo hemos realizado el estudio de campo propuesto para el presente trabajo. En primer lugar, hemos analizado cada índice de gobierno corporativo con el fin de determinar las provisiones que tiene en cuenta cada uno y poder aplicarlos de manera satisfactoria a las cinco empresas del Ibex-35 (Anexo I, Anexo II y Anexo III). Algunas de las provisiones se repiten de un índice a otro, como es el caso de las provisiones que mide el índice *E-Index*, que coinciden con seis de las provisiones recogidas en el *G-Index*. El índice *Gov-Score* tiene en cuenta siete provisiones relativas a datos totalmente diferentes pues es el único que toma en consideración la gobernanza interna de la compañía.

Para poder aplicar los índices a cada compañía de la muestra, hemos tenido que obtener previamente los datos de las cinco empresas, relativos a las provisiones que conforman la base de los índices de gobierno elegidos. Para ello, hemos analizado los Estatutos de las compañías, así como sus Informes de Gobierno

Corporativo más recientes<sup>2</sup>, los reglamentos de la Junta General y del Consejo de Administración.

El índice *G-Index* cuenta con dos grupos de provisiones. Un primer grupo referido a los estatutos y la propia auto-regulación de la compañía, y un segundo grupo referido a las leyes anti-absorción, que restringen los derechos de los accionistas. Para obtener los resultados, hemos procedido a otorgar un punto por cada provisión que se cumpla, oscilando el índice entre 0 y 24, de tal manera que, a un mayor valor de *G-Index* obtenido (valor máximo 24), menor calidad de gobierno corporativo le corresponde pues significa que en la compañía se cumplen excesivas provisiones que restringen los derechos de los accionistas, lo que supone un mayor poder de los directivos y la necesidad de un mayor control de la actividad de los mismos, desde el punto de vista de la Teoría de la Agencia.

El índice *E-Index* mide seis provisiones relacionadas negativamente con el valor de la compañía. Hemos procedido a otorgar un punto por cada provisión que se da en cada una de las cinco compañías pertenecientes a la muestra de tal manera que el índice oscila entre 0 y 6. A mayor valor del índice *E-Index* (valor máximo 6), menor calidad de gobierno corporativo le corresponde a la compañía. Este índice también se apoya en la Teoría de la Agencia pues un valor alto supone un gran poder por parte de los directivos.

Finalmente, hemos aplicado el índice *Gov-Score*. De igual modo, hemos procedido a otorgar un punto por cada provisión que se da en la compañía, pero a diferencia de los dos índices anteriores, ante un mayor valor de índice *Gov-Score*, es decir, cuantos más puntos obtenga la compañía, en un rango de 0 a 7, mejor será la calidad del gobierno corporativo y, por ende, mejor su valoración. Mediante este índice se desvela la relación positiva entre la calidad del gobierno corporativo y la valoración de una compañía.

---

<sup>2</sup> Los Informes de Gobierno Corporativo más recientes datan del año 2017. Se han obtenido en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En el estudio de campo llevado a cabo (Anexos IV, V y VI), hemos dado las puntuaciones cero (0), que significa que esa provisión no se da en la compañía, uno (1) que significa que sí se da en la compañía y cruz (X), lo que supone que, por razones culturales, no existen las provisiones en el modelo de gobierno corporativo español o que no hemos podido encontrar las provisiones en los documentos informativos de las sociedades de la muestra. Esto puede ser porque dichas provisiones realmente no se dan en la compañía o porque sí se dan, pero hay una falta de transparencia y no lo publican en sus informes.

### 3.2. Resultados: aplicación del *G-Index*, *E-Index* y *Gov-Score* a las cinco empresas del Ibex-35.

#### 3.2.1. Índice *G-Index*.

TABLA 4. RESULTADOS *G-INDEX*.

	SABADELL	INDITEX	TÉCNICAS REUNIDAS	GAS NATURAL	CELLNEX TELECOM
<i>G-INDEX</i>	8	6	5	8	5

*Fuente: elaboración propia a partir de los datos recogidos en la tabla del Anexo IV.*

Los resultados obtenidos en la aplicación del *G-Index* suponen que Técnicas Reunidas y Cellnex Telecom gozan de una mayor calidad de gobierno corporativo que las demás compañías, mientras que la gobernanza de peor calidad corresponde a Sabadell y Gas Natural, pues ambas ostentan la puntuación más alta que, como recordamos, supone una correlación negativa con la calidad del gobierno y con la valoración de la compañía.

La búsqueda de las provisiones relativas al *G-Index* es la que ha presentado mayor dificultad y esto se debe a que dicho índice está enfocado en gran medida al modelo de gobierno anglosajón. Por ello, las sociedades españolas no

estructuran su gobierno corporativo teniendo en cuenta las medidas propuestas por el *G-Index* lo que ha dificultado la búsqueda de datos. A continuación, haremos referencia a las provisiones que encontramos más relevantes.

En referencia a provisión “**Anti-greenmail**” es importante destacar que únicamente Sabadell cumple esta provisión, de manera que la compañía ha revocado al Consejo la potestad para recomprar acciones de la sociedad. Las demás compañías no cumplen esta provisión lo que significa que sus Consejos tienen capacidad para recomprar acciones de la sociedad, lo que supone una minoración de la calidad del gobierno corporativo.

Respecto a la provisión “**Acciones preferentes**”, es importante mencionar que no se da en ninguna de las compañías debido a que la emisión de acciones que alteren la proporción entre el valor nominal y el derecho de voto están prohibidas por la Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo 1/2010).

Es relevante el hecho de que la provisión “**Junta escalonada**” en España no se da en ninguna compañía de la muestra debido a que no es tradición que los consejeros de las compañías españolas se organicen en clases. De este modo, la Junta General tiene la competencia para poder reelegir o separar al consejero que desee cuando así lo acuerde.

En cuanto a la provisión “**Contratos o cláusulas de indemnización a consejeros**” en relación con la provisión “**Indemnización a consejeros recogida establecida en los Estatutos**”, ambas referentes a las costas judiciales surgidas de un proceso en el que se dirima la conducta de algún consejero, es importante destacar que no hemos encontrado datos respecto a la primera mientras que la segunda cláusula no se recoge en ninguno de los Estatutos de las compañías de la muestra, por lo que suponemos que no se da dicha provisión en las cinco empresas seleccionadas.

Las provisiones “**Paracaídas dorado**”, “**Paracaídas plateado**” y “**Acuerdos de cese de los directivos**” hacen referencia a la existencia de contratos

blindados a directivos, consejeros y otros empleados, teniendo en cuenta las dos primeras un cambio en el control de la sociedad y la tercera referida a cualquier situación de la que se derive el cese del directivo. En las compañías estudiadas, solo gozan de blindaje los directivos y consejeros, si bien, la falta de datos acerca del contrato blindado de otros empleados podría suponer la falta de transparencia y no una falta de existencia. En las cuatro empresas de la muestra, el órgano que autoriza las cláusulas de blindaje es el Consejo de Administración, si bien la Junta General debe estar informada, excepto en el caso de Cellnex Telecom, en la que el Consejo no tiene obligación de informar a la Junta. Técnicas Reunidas es la única empresa que no tiene contratos blindados a consejeros y directivos en caso de darse un cambio de control, pero, al igual que las otras cuatro compañías, sí tiene acuerdos de cese de directivos que les asegura una indemnización en caso de despido.

Respecto a la provisión “**Ausencia de voto secreto**” es importante destacar que en estas compañías el voto no es secreto cuando se da la delegación de representación, si bien, en caso de existir conflicto de interés entre lo votado por el accionista y el representante, se deberá comunicar.

Finalmente, respecto a la provisión “**Derecho de votos desiguales**”, aunque en las cinco compañías una acción equivale a un voto en la Junta de accionistas, existen restricciones de asistencia a Junta en Sabadell, Técnicas Reunidas y Gas Natural lo que supone que, para poder asistir a la Junta, se necesita un número mínimo de acciones de modo que, a aquellas acciones cuyo accionista reúna un número inferior le corresponden cero votos ya que directamente los accionistas no pueden acudir a la Junta. Esto da lugar a votos desiguales, rompiendo el binomio una acción, un voto.

### 3.2.2. Índice E-Index.

TABLA 5. TABLA 5. RESULTADOS E-INDEX.

	SABADELL	INDITEX	TÉCNICAS REUNIDAS	GAS NATURAL	CELLNEX TELECOM
<i>E- INDEX</i>	3	1	0	1	1

*Fuente: elaboración propia a partir de los datos recogidos en la tabla del Anexo V.*

Los resultados obtenidos en la aplicación del *E-Index* suponen que Técnicas Reunidas ostenta el gobierno corporativo de mayor calidad pues ha obtenido el resultado más bajo. En cambio, Sabadell es la compañía con una calidad de gobierno corporativo más baja, pues ha obtenido mayor número de puntos. Esto significa que Sabadell presenta en su gobierno corporativo tres de las seis provisiones correlacionadas negativamente con la calidad de la gobernanza y valoración de la compañía en el mercado. Esto no significa que Sabadell tenga peor valoración que otras compañías con mejor calidad de gobernanza, simplemente significa que, de no darse dichas provisiones que se correlacionan negativamente con la valoración, el valor de la compañía en el mercado podría ser mayor.

En este apartado no procede explicar ninguna provisión ya que, al estar compuesto el *E-Index* por seis de las veinticuatro provisiones recogidas en el *G-Index*, ya hemos hecho referencia a ellas en el apartado anterior.

### 3.2.3. Índice Gov-Score.

TABLA 6. RESULTADOS GOV-SCORE INDEX.

	SABADELL	INDITEX	TÉCNICAS REUNIDAS	GAS NATURAL	CELLNEX TELECOM
GOV- SCORE	4	4	4	4	4

*Fuente: elaboración propia a partir de los datos recogidos en la tabla del Anexo VI.*

Los resultados obtenidos en la aplicación del *Gov-Score* es que la calidad del gobierno corporativo de las cinco compañías de la muestra es similar y, además, relativamente bueno teniendo en cuenta que el índice se compone de siete provisiones y que siete (7) sería la puntuación máxima. Recordamos que el presente índice se correlaciona positivamente con la calidad del gobierno corporativo y la valoración de la compañía, de tal manera que, a mayor puntuación, mejor calidad.

Sin embargo, es importante destacar especialmente en este índice la diferencia cultural, si bien este hecho también es mencionable en el caso del *G-Index*. Con esto, nos referimos a que los creadores de estos dos índices se basaron en bastantes provisiones que hacen alusión al modelo de gobernanza anglosajón como, por ejemplo, el existente en Estados Unidos. Esto supone que ha sido imposible encontrar tres provisiones de un total de siete, en el caso del *Gov-Score* y ocho provisiones de veinticuatro, en el caso del *G-Index*, en los documentos informativos de las compañías de muestra. En el caso del *Gov-Score*, afirmamos que este hecho se debe a la diferencia de culturas entre el modelo de gobernanza español y el modelo anglosajón. En el caso del *G-Index* no hemos podido constatar que sea por dicha causa, aunque podemos intuirlo por la falta de datos, aunque esto también podría suponer una falta de transparencia de las sociedades de la muestra.

Respecto a la diferencia cultural expuesta, es importante hacer mención a las provisiones relativas a las “**opciones**”, provisiones que hemos tenido que marcar con una cruz (X) en nuestro estudio de campo. Podemos destacar el hecho de que dichas provisiones pueden estar destinadas a medir la calidad del gobierno corporativo de compañías situadas en territorio norteamericano pues, en dicho territorio, estas provisiones relativas a las opciones funcionan manera adecuada debido a que, después de los grandes escándalos de Enron y WorldCom mencionados en la revisión de la literatura, las leyes estadounidenses, particularmente la *Sarbanes-Oxley Act*, obligan a ejecutivos y consejeros a publicar cualquier ejercicio sobre opciones de su propiedad antes de la fecha de vencimiento, de manera que los inversores puedan reaccionar a estos movimientos y el mercado financiero funcione de manera más transparente evitando así el perjuicio causado por el uso de información privilegiada (Bartov y Faurel, 2016).

Aunque hace años la compensación a consejeros y directivos a través de opciones sobre acciones se daba en las compañías españolas, esto ya no es tan común en la actualidad debido a Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo y que en cierto modo dificulta este tipo de remuneración a altos ejecutivos y consejeros habida cuenta que la nueva ley regula mucho su uso (Paisán, 2015). Es por ello por lo que no tienen sentido dichas provisiones para medir la calidad de las compañías españolas. Aun así, de darse la compensación a través de opciones, no hemos podido encontrar ningún dato referente a las mencionadas provisiones.

## 4. Conclusiones.

Una vez realizado el estudio de campo y obtenidos los resultados de la aplicación de los tres índices *G-Index*, *E-Index* y *Gov-Score index* a las cinco compañías que componen la muestra del presente estudio, hemos llegado a las siguientes conclusiones.

Respecto a la pregunta propuesta en el primer objetivo del presente trabajo, **¿Por qué existen diferentes índices cuya función consiste en medir la calidad del Gobierno Corporativo de las sociedades y qué implicaciones derivan de este hecho?**, debemos responder, en base a lo argumentado en las conclusiones anteriores, que la existencia de diferentes índices destinados a medir la calidad del Gobierno Corporativo de las sociedades responde a la necesidad de poder medir gobiernos corporativos que se basen en diferentes modelos y, por ende, en diferentes provisiones. Si bien es cierto que los tres índices utilizados en el presente estudio se refieren al mismo entorno cultural, cada uno de ellos recoge provisiones diferentes por lo que, dependiendo de las provisiones que se den en el sistema nacional de gobierno corporativo de la empresa sobre la que se desee conocer la calidad del gobierno corporativo, se deberá aplicar un índice u otro. Como hemos podido comprobar, para el caso español sería imposible aplicar el *G-Index* y el *Gov-Score Index* para obtener una medida de calidad fiable. En cambio, sí podría aplicarse el *E-Index* pues las provisiones que recoge entran dentro del marco nacional de gobierno corporativo.

En relación con la segunda pregunta propuesta en los objetivos de este trabajo, **¿Cuál de los índices puede considerarse como más adecuado o “mejor” para medir la calidad del Gobierno Corporativo?**, debemos afirmar que la respuesta podría depender en gran medida del territorio en el que la compañía esté operando y, por ende, del modelo de gobernanza implantado en ese país e implantado por la propia empresa que se pretende medir. Sin embargo, basándonos en los resultados obtenidos en el estudio de campo, el índice que podría considerarse más adecuado para medir la calidad del gobierno

corporativo es el *E-Index* pues es el índice que, de manera más fiable, representa el sistema de gobierno corporativo de una entidad, recogiendo aquellas medidas que, de darse en la empresa, se puede considerar que su gobierno corporativo no es de calidad. En comparación con el *G-Index*, al ser el *E-Index* más acotado, consideramos que su aplicación conduce a una medida de calidad más realista. En comparación con el *Gov-Score Index*, consideramos que el *E-Index* es más adecuado ya que contiene aquellas provisiones que, de darse en la compañía, podemos afirmar que la calidad de su gobierno corporativo será baja. En cambio, las provisiones que tiene en cuenta el *Gov-Score* están relacionadas positivamente con la calidad del gobierno corporativo de una compañía, que, de darse, se entiende que la compañía tiene un gobierno corporativo de calidad. Sin embargo, el simple hecho de que las provisiones en las que se basa el *Gov-Score* no se den en la compañía no es presupuesto suficiente para afirmar que el gobierno corporativo de la misma sea de mala calidad.

Este estudio tiene dos limitaciones fundamentales. En primer lugar, el hecho más relevante derivado de la aplicación de los tres índices de gobierno corporativo a las cinco empresas del Ibex-35 es la diferencia cultural y el hecho de que los índices están muy influenciados por la cultura anglosajona. Esta conclusión se pone de manifiesto en el hecho de que nos hemos enfrentado a diversas dificultades para encontrar las provisiones sobre las que se basan los tres índices de gobierno. Esta dificultad para encontrar las provisiones en las compañías españolas resulta en la conclusión de que los creadores de los tres índices utilizados en nuestro estudio tomaron como muestra compañías con sistemas empresariales diferentes a los previstos en España, basados en el modelo de gobernanza anglosajón. Esto deriva en la dificultad de poder aplicar los índices *G-Index* y *Gov-Score* a aquellas compañías situadas en territorios donde no se prevean las provisiones recogidas por los índices y, por ende, deriva en la imposibilidad de determinar de manera fiable, a través de la aplicación de estos dos índices, la calidad del gobierno corporativo de dichas compañías.

A través de la investigación realizada, hemos probado y podemos afirmar que el *G-Index* y el *Gov-Score* miden determinadas provisiones que en las compañías españolas de por sí no se dan porque no son típicas en la cultura de gobernanza española. Al aplicar dichos índices a compañías españolas obtenemos que la calidad de la gobernanza es buena. Sin embargo, este hecho en realidad responde a que algunas de las provisiones incluidas en estos dos índices no existen en la cultura de gobierno corporativo español y, por tanto, no es un indicativo de una alta calidad del gobierno de las empresas españolas, sino que responde a la imposibilidad de aplicación de los índices a las mismas. Esto podría llevarnos a la conclusión de que ambos índices no son adecuados para medir la calidad de la gobernanza de las empresas españolas porque, directamente, las provisiones que incluyen no se van a dar pues no están previstas en el modelo español. Sin embargo, una conclusión que también sería aceptable derivada de este hecho consiste en pensar que, al no darse las provisiones en las compañías españolas, éstas ostentan un gobierno corporativo de mayor calidad que aquellas compañías situadas en territorios donde por tradición si se dan las provisiones recogidas en el *G-Index* y el *Gov-Score* y, además, su gobierno corporativo las recoge.

Esto deriva en que los índices *G-Index* y *Gov-Score* son específicos para conocer la calidad de compañías de países concretos: los países que basan su sistema de gobierno corporativo en el modelo anglosajón, lo que supone que estos dos índices son “*country-specific*”. Sin embargo, ambos índices se basan en la Teoría de la Agencia, que no responde a un modelo cultural concreto, sino que es universal. Esto nos puede llevar a entender que puede ser que en España el modelo de gobierno no sea el más adecuado, lo que supondría el deber de los reguladores españoles competente de regular dichas provisiones e incluirlas en el modelo de gobernanza español, con el fin de que las compañías españolas tengan una referencia normativa para poder introducirlas en su sistema de gobierno corporativo.

En segundo lugar, hemos podido observar que los índices aplicados en el estudio de campo son relativamente antiguos, pues fueron creados en 2001 (*G-Index*), 2004 (*E-Index*) y 2006 (*Gov-Score index*). Teniendo en cuenta que el

índice más cercano a la fecha actual es el de 2006, habiendo pasado ya doce años desde su creación, es comprensible que la situación empresarial actual haya cambiado y que los índices estén desfasados y algunas de sus provisiones ya no se den en los gobiernos corporativos actuales de las compañías, independientemente de la incidencia cultural. Esto supondría la necesidad de actualizar dichos índices a la situación empresarial actual o, por el contrario, la creación de nuevos índices que recojan provisiones actuales y que permitan una mejor valoración de la calidad del gobierno corporativo de las compañías.

Finalmente, me gustaría hacer referencia a una conclusión personal a la que he llegado una vez realizado todo el estudio propuesto en el presente trabajo. En la actualidad se fomenta la igualdad de género y, en la mayoría de países desarrollados, se intenta que las mujeres tengan la misma posibilidad de acceder a puestos de responsabilidad y control dentro de las compañías. El hecho de que las compañías atiendan a la igualdad entre hombres y mujeres en la ocupación de puestos de control debería reflejarse en la calidad del gobierno corporativo de las mismas. En el caso de los índices aplicados al estudio de campo del presente trabajo, éstos se basan en la Teoría de la Agencia, la cual hace referencia a la relación entre agente y principal, resultante de la separación de gestión y propiedad de las compañías, y esto explica la falta de referencia alguna a la igualdad entre hombres y mujeres. Lo que ocurre es que ninguno de los tres índices usados en el presente trabajo mide la calidad de la gobernanza teniendo en cuenta si hay mujeres en puestos relevantes de la compañía, como podría ser el Consejo de Administración o la Alta Dirección. En mi opinión, si bien la igualdad no es un dato que determine la gestión de una compañía y la calidad de su gobierno, sí es un indicio de que la falta de la misma podría suponer una gobernanza corporativa de baja calidad. Se abre por tanto aquí una línea de investigación para futuros trabajos sobre índices de gobierno corporativo.

## 5. Bibliografía

Argandoña, A. (1998). *La teoría de los stakeholders y el bien común*. IESE. Disponible en: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0355.pdf>. Descargado el 4.02.2018.

Arrese, Á. (2006). Reflexiones sobre el buen gobierno corporativo en las empresas periodísticas. Disponible en: [https://scholar.google.es/scholar?hl=es&as\\_sdt=0%2C5&q=Reflexiones+sobre+el+buen+gobierno+corporativo+en+las+empresas+periodísticas&btnG=](https://scholar.google.es/scholar?hl=es&as_sdt=0%2C5&q=Reflexiones+sobre+el+buen+gobierno+corporativo+en+las+empresas+periodísticas&btnG=) Descargado el 1.04.2018.

Avetisyan, E., & Hockerts, K. (2017). The Consolidation of the ESG Rating Industry as an Enactment of Institutional Retrogression. *Business Strategy and the Environment*, 26(3), 316-330. Disponible en: [https://scholar.google.es/scholar?hl=es&as\\_sdt=0%2C5&q=The+Consolidation+of+the+ESG+Rating+Industry+as+an+Enactment+of+Institutional+Retrogression&btnG=](https://scholar.google.es/scholar?hl=es&as_sdt=0%2C5&q=The+Consolidation+of+the+ESG+Rating+Industry+as+an+Enactment+of+Institutional+Retrogression&btnG=) Descargado el 31.03.2018.

Bartov, E.; Faurel, L. (2016). Sarbanes-Oxley Act and patterns in stock returns around executive stock option exercise disclosures. *Accounting & Finance*, 56(2), pp. 297-332.

British Broadcasting Corporation. (2001). Enron, en bancarrota. Londres: *BBC Mundo*. Disponible en: [http://news.bbc.co.uk/hi/spanish/business/newsid\\_1688000/1688920.stm](http://news.bbc.co.uk/hi/spanish/business/newsid_1688000/1688920.stm) Acceso el 31.03.2018.

British Broadcasting Corporation. (2002). WorldCom se declara en bancarrota. Londres: *BBC Mundo*. Disponible en: [http://news.bbc.co.uk/hi/spanish/business/newsid\\_2143000/2143222.stm](http://news.bbc.co.uk/hi/spanish/business/newsid_2143000/2143222.stm) Acceso el 31.03.2018.

Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of corporate finance*, 14(3), 257-273. Disponible en: <https://pdfs.semanticscholar.org/2369/873de26bfc2fcee4c4264cb842db877688b7.pdf> Descargado el 12.02.2018.

Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2008). What matters in corporate governance?. *The Review of financial studies*, 22(2), 783-827. Disponible en: <https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/11224528/ssrn-id593423.pdf?sequence=1> Descargado el 25.10.2017.

Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of accounting and public policy*, 25(4), 409-434. Disponible en: <https://scholar.google.es/scholar?q=Corporate+governance+and+firm+valuation>

[on&hl=es&as\\_sdt=0&as\\_vis=1&oi=scholar&sa=X&ved=0ahUKEwi9m4L5raDXAhXDRhQKHaaBhsQgQMIJTAA](https://www.semanticscholar.org/lookup/raDXAhXDRhQKHaaBhsQgQMIJTAA) Descargado el 31.10.2017.

Castaño Duque, G.A. (1999). Teoría de la agencia y sus aplicaciones. *Decisión Administrativa*, (1), 7-12. Disponible en: <http://www.bdigital.unal.edu.co/8459/> Descargado el 28.01.2018.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2015). Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas. Madrid: CNMV. Disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo\\_buen\\_gobierno.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_buen_gobierno.pdf) Descargado el 10.02.2018.

Corresponsables, (2016). Las sociedades cotizadas cumplen con el 80% de las recomendaciones del nuevo Código de Buen Gobierno, *Organizaciones Corresponsables Fundación*, 16 de septiembre. Disponible en: <http://www.corresponsables.com/actualidad/buen-gobierno/seguimiento-recomendaciones-cnmv-buen-gobierno> Acceso el 29.03.2018.

Daines, R. M., Gow, I. D., & Larcker, D. F. (2009). Rating the ratings: How good are commercial governance ratings?. *Journal of Financial Economics*, 98(3), 439-461. Disponible en: <https://pdfs.semanticscholar.org/f9ae/8299ae2ef9a6da78cd624074dc23fca74cd.pdf> Descargado el 11.02.2018.

Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management review*, 22(1), 20-47. Disponible en: <http://www.jstor.org/stable/259407> Acceso el 5.02.2018.

Deloitte Noticias (Sin fecha). ¿Qué es el gobierno corporativo? Transparencia y confianza. Madrid. Disponible en: <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/governance-risk-and-compliance/articles/que-es-el-gobierno-corporativo.html> Acceso el 30.10.2017.

Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, 16(1), 49-64. Disponible en: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.981.2649&rep=rep1&type=pdf> Acceso el 5.02.2018.

Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of management Review*, 20(1), 65-91. Disponible en: <http://www.faculty.wvu.edu/dunnc3/rprnts.stakeholdertheoryofcorporation.pdf> Descargado el 4.02.2018.

Eddleston, K. A., & Kellermanns, F. W. (2007). Destructive and productive family relationships: A stewardship theory perspective. *Journal of Business Venturing*, 22(4), 545-565. Disponible en:

[https://www.researchgate.net/profile/Franz\\_Kellermanns/publication/222853804\\_Destructive\\_and\\_Productive\\_Family\\_Relationships\\_A\\_Stewardship\\_Theory\\_Perspective/links/5a392cb6a6fdcc565c6ed7b6/Destructive-and-Productive-Family-Relationships-A-Stewardship-Theory-Perspective.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Franz_Kellermanns/publication/222853804_Destructive_and_Productive_Family_Relationships_A_Stewardship_Theory_Perspective/links/5a392cb6a6fdcc565c6ed7b6/Destructive-and-Productive-Family-Relationships-A-Stewardship-Theory-Perspective.pdf)

Descargado el 5.2.2018.

Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of management review*, 14(4), 532-550. Disponible en:

[http://euroac.ffri.hr/wp-content/uploads/2010/06/Eisenhardt\\_1989\\_Building-Theories-from-Case.pdf](http://euroac.ffri.hr/wp-content/uploads/2010/06/Eisenhardt_1989_Building-Theories-from-Case.pdf)

Descargado el 7.01.2018.

El Economista. (2018). Cotización del Ibex-35. Madrid: *El Economista*.

Disponible en: <http://www.eleconomista.es/indice/IBEX-35/resumen/Capitalizacion> Acceso el 2.04.2018.

España. Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas (2003). *Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas*. Madrid, 8 de enero: CNMV. Disponible en:

<https://observatoriorsc.org/infome-aldama/> Descargado el 10.02.2018.

Fernández, M.A., Muñoz, M.J., & Rivera, J.M., (2008). *El gobierno corporativo como motor de la responsabilidad social corporativa*. Castellón: Universitat Jaume I. Disponible en:

<https://books.google.es/books?id=4KLHCgAAQBAJ&pg=PA4&lpg=PA4&dq=rating+para+conocer+la+calidad+del+gobierno+corporativo&source=bl&ots=A7Glvn16KD&sig=iZXo4IiPe9g8gfw1AvpoqDU0k54&hl=es&sa=X&ved=0ahUKEwiwsoCaipvZAhWCPPhQKHfsuDJgQ6AEIKDAA#v=onepage&q=rating%20para%20conocer%20la%20calidad%20del%20gobierno%20corporativo&f=false> Acceso el 12.02.2018.

Fernández, R. (2011). Principios de nuestras empresas cotizadas. Nuestro Código de Buen Gobierno Corporativo, *Diario Responsable*, 14 de abril.

Disponible en: <https://diarioresponsable.com/opinion/13562-principios-eticos-de-nuestras-empresas-cotizadas-nuestro-codigo-de-buen-gobierno-corporativo-> Acceso el 10.02.2018.

Ferrero, I. y Ackrill, R. (2016). Europeanization and the Soft Law Process of EU Corporate Governance: How has the 2003 Action Plan Impacted on National Corporate Governance Codes? *JCMS*, 54(4), 878-895.

Garay, U., González, G., González, M., & Hernández, Y. (2006). Índice de buen gobierno corporativo y desempeño financiero en la Bolsa de Valores de Caracas. *Estudio IESA*, 24, 1-22. Disponible en:

<http://servicios.iesa.edu.ve/Portal/EstudiosIESA/Indicegobiernocorporativo.pdf> Descargado el 11.02.2018.

Kellogg Insight (2010). Rating the Raters of Corporate Governance. *Northwestern University Journal*, 1 de mayo. Disponible en: [https://insight.kellogg.northwestern.edu/article/rating\\_the\\_raters\\_of\\_corporate\\_governance](https://insight.kellogg.northwestern.edu/article/rating_the_raters_of_corporate_governance) Acceso el 11.02.2018.

Kocmanova, A., & Simberova, I. (2012). Modelling of corporate governance performance indicators. *Engineering Economics*, 23(5), 485-495. Disponible en: [https://scholar.google.es/scholar?hl=es&as\\_sdt=0%2C5&q=Modelling+of+CorporateGovernance+Performance+Indicators&btnG=](https://scholar.google.es/scholar?hl=es&as_sdt=0%2C5&q=Modelling+of+CorporateGovernance+Performance+Indicators&btnG=) Descargado el 31.03.2018.

El Comercio, (2016). Buen gobierno corporativo: ¿Por qué es tan importante? Lima. Disponible en: <https://elcomercio.pe/especial/zona-ejecutiva/negocios/buen-gobierno-corporativo-que-importante-noticia-1878512> Acceso el 8.02.2018.

Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156. Disponible en: <https://pdfs.semanticscholar.org/18a1/9e350acff6d9ad216ef084703c5cb5fa485a.pdf> Descargado el 30.10.2017.

González Esteban, E. (2007). La teoría de los stakeholders. Un puente para el desarrollo práctico de la ética empresarial y de la responsabilidad social corporativa. *Veritas. Revista de Filosofía y Teología*, 2(17). Disponible en: <http://www.redalyc.org/html/2911/291122924002/> Descargado el 4.02.2018.

Jativa, R. (2017). ¿Cuál es el impacto de un buen Gobierno Corporativo?, *Innovation and Change Management Consulting Services*, 14 de enero. Disponible en: <https://es.linkedin.com/pulse/cuál-es-el-impacto-de-un-buen-gobierno-corporativo-ramiro-jativa> Acceso el 24.01.2018.

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. Disponible en: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X> Descargado el 28.01.2018.

Laraña, I., Fernández, J.L., González, R. & Miralles, J. (2013). *Ética y responsabilidad empresarial*. Madrid: Desclée De Brouwer. Disponible en: <https://www.edesclée.com/img/cms/pdfs/9788433026163.pdf> Acceso el 27.11.2017.

Licht, A. N. (2001). The Mother of all path dependencies toward a cross-cultural theory of corporate governance systems. *Del. J. Corp. L.*, 26, 147.

Disponible en: <http://www1.idc.ac.il/Faculty/licht/MAPD.pdf> Acceso el 3.04.2018.

Lock, W., Paulson, B. & Hoffmann-Becking, D. (2018). Guía de calidad sobre el gobierno corporativo. *Funds Society Journal*, 23 de enero. Disponible en: <http://www.fundsociety.com/es/opinion/ms18-guia-de-calidad-sobre-el-gobierno-corporativo> Acceso el 8.02.2018.

Mastrangelo, A. (2017). Informe Cadbury: 25 años de Gobierno Corporativo. Buenos Aires: *Blog Gobierno Corporativo*. Disponible en: <http://alejandramastrangelo.com/category/gobierno-corporativo/> Acceso el 31.03.2018.

Moscoso, J. & Jaramillo, F. (2008). Caracterización y efectos de un Código de Buen Gobierno para el sector público. *Criterio libre*, 9, 95-124. Disponible en: <http://www.unilibre.edu.co/CriterioLibre/images/revistas/9/CriterioLibre9art04.pdf> Descargado el 9.02.2018.

Observatorio de Responsabilidad Social Corporativa (sin fecha). Qué es RSC. Madrid: Observatorio de RSC publicaciones. Disponible en: <https://observatoriorsc.org/la-rsc-que-es/> Acceso el 30.03.2018.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2004). Principios de Gobierno Corporativo. Paris: OCDE Publications. Disponible en: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf> Acceso el 28.01.2018.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2016). Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20. Paris: Éditions OCDE. Disponible en: <http://www.oecd.org/publications/g20-ocde-principios-de-gobierno-corporativo-9789264259171-es.htm> Acceso el 20.03.2018.

Osma, B. G., & de Albornoz, B. G. (2005). *El gobierno corporativo y las prácticas de "Earnings management": evidencia empírica en España*. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas. Disponible en: [https://s3.amazonaws.com/academia.edu.documents/46511201/wpasec-2005-11.pdf?AWSAccessKeyId=AKIAIWOWYYGZ2Y53UL3A&Expires=1515408340&Signature=DEkDD2c7RYUzZlmtRkelEUveE0g%3D&response-content-disposition=inline%3B%20filename%3DEl Gobierno Corporativo y Las P ractic as.pdf](https://s3.amazonaws.com/academia.edu.documents/46511201/wpasec-2005-11.pdf?AWSAccessKeyId=AKIAIWOWYYGZ2Y53UL3A&Expires=1515408340&Signature=DEkDD2c7RYUzZlmtRkelEUveE0g%3D&response-content-disposition=inline%3B%20filename%3DEl+Gobierno+Corporativo+y+Las+Practicas.pdf) Descargado el 5.01.2018.

Paisán, P. (2015). Consideraciones entorno a la retribución de administradores de las sociedades de capital tras la entrada en vigor de la Ley 21/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo. *Economist & Jurist*, 187 (enero).

Puentes, R., Velasco, M.M., & Vilar, J. (2009). El buen gobierno corporativo en las sociedades cooperativas. *Revesco. Revista de estudios cooperativos*, (98), 118-140. Disponible en: <http://www.redalyc.org/pdf/367/36711444005.pdf> Acceso el 28.01.2018.

Real Academia Española. (2014). *Diccionario de la lengua española* (23.<sup>a</sup> Ed.). Madrid, España. Consultado en: <http://dle.rae.es/?id=6nVpk8P|6nXVL1Z> Acceso el 30.03.2018.

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Boletín Oficial del Estado, núm. 161, de 3 de julio de 2010. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>

Redondo, A. & Bilbao, P. (2018). What is good corporate governance? (Artículo pre-aceptado en Congreso “Conference ICoM 2018” y pendiente de aceptación y publicación). Universidad Pontificia Comillas, Madrid.

San Martín García, I. (2015). *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas : Los Códigos de Buen Gobierno como herramienta para mejorar la transparencia y la eficacia empresarial* (Tesis de grado). Universidad Pontificia Comillas, Madrid, España. Disponible en : <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/bitstream/handle/11531/6905/TFG000696.pdf?sequence=1> Descargado el : 29.03.2018.

Santonja, A. O., & Borges, A. M. (2005). *Teoría y práctica del buen gobierno corporativo*. Marcial Pons. Disponible en: [http://www.aldooolcese.es/sites/default/files/aldo\\_olcese\\_-\\_teoria\\_y\\_practica\\_del\\_buen\\_gobierno\\_cooperativo.pdf](http://www.aldooolcese.es/sites/default/files/aldo_olcese_-_teoria_y_practica_del_buen_gobierno_cooperativo.pdf) Descargado el 28.01.2018.

Segovia, E. (2013)- Ninguna de las empresas del Ibex cumple los estándares internacionales de buen gobierno, *El Confidencial*, 12 de junio. Disponible en: [https://www.elconfidencial.com/economia/2013-06-12/ninguna-empresa-del-ibex-cumple-los-estandares-internacionales-de-buen-gobierno\\_374419/](https://www.elconfidencial.com/economia/2013-06-12/ninguna-empresa-del-ibex-cumple-los-estandares-internacionales-de-buen-gobierno_374419/) Acceso el 5.01.2018.

Solís Céspedes, J. L. (2006). Código Conthe: Claves del buen gobierno. *Estrategia financiera*, (231), 50-55. Disponible en: <http://normasiso.es/wp-content/uploads/2014/11/CODIGO-CONTHE-copia.pdf> Descargado el 26.12.2017.

Stakeholders Publicaciones (2011), Sobre el índice del buen gobierno corporativo, en Arce Novoa, J. (director), *Índice de buen gobierno corporativo, suplemento especial*. Disponible en: <http://www.bvl.com.pe/ipgc/suplemento.pdf> Descargado el 28.12.2017.

*Teoría de la agencia*. (2018). *Economipedia*. Disponible en:

<http://economipedia.com/definiciones/teoria-la-agencia.html> Acceso el 28.01.2018.

Vidal-Pardo, M. (2015). El nuevo Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas. *Actualidad jurídica*, (40), 97-102. Disponible en: <http://web.a.ebscohost.com/ehost/detail/detail?vid=4&sid=ff42b6d3-55f4-4d38-be41-658a1a1d77c3%40sessionmgr4008&bdata=JmF1dGh0eXBIPXNoaWImbGFuZz1lcyZzaXRIPWVob3N0LWxpdmUmc2NvcGU9c2l0ZQ%3d%3d#AN=111619519&db=a9h> Descargado el 29.03.2018.

Walton, P. & Aisbitt, S. (2016). Influences on Corporate Governance. *The Open University*. Disponible en: <http://www.open.edu/openlearn/money-management/management/business-studies/influences-on-corporate-governance/content-section-0?active-tab=description-tab> Acceso el 11.02.2018.

Zulkafi, A. H., Hooy, C.W., & Ooi, C. A. (2017). Investigating the effectiveness of corporate governance code revisions on the perspective of the revision interval. *International Journal of Business & Society*, 18(3), 503-514. Disponible en: [https://scholar.google.es/scholar?hl=es&as\\_sdt=0%2C5&q=INVESTIGATING+THE+EFFECTIVENESS+OF+CORPORATE+GOVERNANCE+CODE+REVISIONS+ON+THE+PERSPECTIVE+OF+THE+REVISION+INTERVAL&btnG=](https://scholar.google.es/scholar?hl=es&as_sdt=0%2C5&q=INVESTIGATING+THE+EFFECTIVENESS+OF+CORPORATE+GOVERNANCE+CODE+REVISIONS+ON+THE+PERSPECTIVE+OF+THE+REVISION+INTERVAL&btnG=) Acceso el 31.03.2018.

Yin, R. K. (2009). *Case study research: Design and methods* (Vol. 5). Sage. Disponible en: <http://www.madeira-edu.pt/LinkClick.aspx?fileticket=Fgm4GJWVTRs%3D&tabid=3004> Descargado el 3.04.2018.

## Anexo I

Tabla resumen de las provisiones utilizadas para elaborar el *G-Index*.

PROVISIÓN	SIGNIFICADO
<b>Antigreenmail</b>	Ausencia de acuerdo por el cual el accionista mayoritario vende sus acciones a la compañía a cambio de una prima, por un tiempo determinado. Impiden que los directivos puedan tomar la decisión de recomprar acciones de un accionista determinado.
<b>Cheque en blanco o acciones preferentes</b>	Tipo de acción preferente sobre la que los directivos tienen alto poder de intromisión.
<b>Leyes de combinación empresarial</b>	Moratoria de 3 a 5 años en ciertas operaciones entre un accionista mayoritario y la empresa.
<b>Limitación para la modificación de los Estatutos</b>	Limitación de la capacidad de los accionistas para modificar los Estatutos.
<b>Junta escalonada</b> <i>Classified Board</i>	Hace referencia al Consejo de Administración y la clasificación de sus directivos. Consejeros clasificados en clases. Únicamente pueden ser re-elegidos o destituidos los consejeros pertenecientes a una clase cada año.
<b>Planes de compensación</b>	Estos planes permiten a los beneficiarios retirar opciones o acelerar el pago de bonos en caso de cambio de control.

<p><b>Contratos o cláusulas de indemnización a consejeros</b></p>	<p>Contratos entre la compañía y los consejeros de indemnización por gastos judiciales incurridos en juicios por su conducta.</p>
<p><b>Normas de venta de acciones a accionistas mayoritarios</b></p>	<p>Los accionistas pueden vender sus acciones a los accionistas mayoritarios al precio reciente más alto.</p>
<p><b>Ausencia de voto acumulativo</b></p>	<p>Permite a los accionistas asignar la totalidad de sus votos de manera libre en la elección de consejeros. El total de votos depende del número de acciones y del número de consejeros a elegir. Permite a los accionistas minoritarios elegir al consejero que deseen destinando la totalidad de sus votos. La existencia de esta provisión supone un mayor derecho de los accionistas por lo que sumaremos un punto al cálculo del índice en caso de ausencia.</p>
<p><b>Funciones de los consejeros</b></p>	<p>Permite a los consejeros considerar si los accionistas deben votar ante una fusión o si se deben tener en cuenta otros intereses como los de los empleados o proveedores. Esto permite a los consejeros rechazar una oferta pública de venta incluso cuando ésta hubiera beneficiado a los propietarios.</p>
<p><b>Requisitos de precio justo</b></p>	<p>Limitan el rango de precios que un adquirente puede pagar en dos niveles de ofertas. El objetivo es evitar presionar a los shareholders a que ofrezcan sus acciones ante una <i>two-tired tender offer</i>.</p>
<p><b>Paracaídas dorado</b></p>	<p>Acuerdos de compensación de ejecutivos (directivos): les protege otorgándole beneficios monetarios en caso de ser despedidos debido a un cambio en el control.</p>

<b>Indemnización a consejeros establecida en los Estatutos</b>	Previsión estatutaria de compensación a consejeros por gastos judiciales incurridos en juicios por su conducta.
<b>Limitaciones a la responsabilidad de los consejeros</b>	Previsión estatutaria en la responsabilidad personal de los directivos, cuando así lo permita la ley nacional.
<b>Pension parachute</b> <b>Plan de pensiones</b>	Impide que el adquirente use el excedente de efectivo del plan de pensiones de la empresa adquirida para financiar una adquisición.
<b>Poison pills</b>	Barrera a cualquier tipo de adquisición cuando suponga más de un 10% de participación.
<b>Ausencia de voto secreto</b>	Permite al accionista votar de manera secreta. Se usa para el voto por poderes o delegación. Elimina los conflictos de interés entre el accionista y el representante. Supone un mayor derecho de los accionistas por lo que su existencia se valora positivamente: si se da el voto secreto, no se suma ningún punto al índice y en caso de no existir dicha provisión, se sumará un punto.
<b>Acuerdos de cese de los directivos</b>	Aseguran el puesto a los directivos de alto nivel o les asegura una compensación económica. No están supeditados a un cambio de control, a diferencia de los paracaídas dorados/plateados.
<b>Paracaídas plateado</b>	Similar a paracaídas dorado: compensación en caso de cambio de control.

	Diferente a paracaídas dorado: no se benefician únicamente los directivos, otros empleados pueden beneficiarse <sup>3</sup> .
<b>Requisitos especiales para reuniones</b>	Aumenta el poder de los accionistas para convocar una reunión especial y limita el poder para que uno sólo pueda convocar.
<b>Mayorías cualificadas</b>	Super-mayorías para la aprobación de fusiones.
<b>Derechos de voto desiguales</b>	Limita los derechos de determinados accionistas y potencia los de otros.
<b>Limitaciones mediante consentimiento por escrito</b>	Puede consistir en el establecimiento de umbrales de mayoría más allá de lo establecido por la propia ley nacional, el requisito de consentimiento unánime o la limitación del derecho mediante consentimiento escrito.

*Elaboración propia. Provisiones G-Index. Fuente: Gompers, Ishii y Metrick, 2001.*

## **Anexo II**

Tabla resumen de las provisiones utilizadas para elaborar el *E-Index*.

<b>PROVISIÓN</b>	<b>DEFINICIÓN</b>	<b>SIGNIFICADO</b>
<b>Junta escalonada</b> <i>Classified Board</i>	Los consejeros están divididos en clases: solamente una clase de los consejeros se presenta cada año para la re-elección o destitución. No pueden ser destituidos todos a la vez, aunque todos los accionistas lo	Poder de los accionistas: bajo.

<sup>3</sup> Esta provisión la hemos tomado en nuestro estudio como contratos blindados para los consejeros ya que, de las cinco empresas de la muestra, ninguna ofrece contrato blindados a empleados que no sean directivos.

	acuerden. Solo se puede cambiar una clase de consejeros por año.	Poder de los consejeros: alto.
<b>Píldora venenosa</b>	<p>Protege a los accionistas: hasta que los titulares de la píldora no la canjeen, no se podrá realizar la adquisición. Barrera a cualquier tipo de adquisición cuando suponga más de un 10% de participación. Problema: el Consejo puede adoptarla sin consentimiento de los accionistas.</p> <p>Las adquisiciones hostiles se dan por la resistencia del Consejo y los directivos.</p>	<p>Exige que el Consejo y los directivos sigan en activo y no sean reemplazados para que los accionistas puedan ejercer su derecho. El Consejo puede aplicarla en su propio interés.</p>
<b>Paracaídas dorado. Contrato blindado de directivos</b>	Acuerdos de compensación de ejecutivos: recompensa para directivos en caso de despido.	Directivos: menor sujeción e implicación a la disciplina de la empresa ante la posibilidad de despido.
<b>Límites a la modificación de estatutos</b>	Limitación del poder de los accionistas para votar por mayoría una reforma de los estatutos de la compañía.	Poder de los accionistas: bajo.
<b>Requisitos de mayorías para fusiones</b>	Ante un proceso de fusión, en caso de darse esta medida en la compañía, será necesaria la aprobación de más de la mayoría de los accionistas. Es decir, para que se apruebe una fusión será necesario que más de la mitad de	Los accionistas mayoritarios, en caso de que el resto de la propiedad esté diluida, estarán desprotegidos.

los accionistas den un voto favorable.

**Requisitos de mayorías para la modificación de estatutos**

Esta medida requiere que, para la modificación de los estatutos de la compañía, haya más de la mayoría de votos favorables.

Los accionistas mayoritarios desprotegidos en caso de dilución de la propiedad.

*Elaboración propia. Provisiones E-Index. Fuente: Bebchuk, Cohen y Ferrel, 2004.*

### Anexo III

PROVISIÓN	SIGNIFICADO
<b>Elección y destitución anual de los miembros del Consejo No Junta escalonada</b>	Provisión de gobernanza externa. Contenida en el <i>E-Index</i> como Junta Escalonada.
<b>No hay píldora venenosa ni los accionistas han aprobado un derecho similar</b>	Provisión de gobernanza externa. Contenida en el <i>E-Index</i> .
<b>No revalorización de opciones en los últimos 3 años.</b>	Provisión de gobernanza interna <sup>4</sup> .
<b>La media de opciones otorgadas en los últimos 3 años no supera el 3% del número de acciones básicas en circulación.</b>	Provisión de gobernanza interna. El número de opciones en circulación no es excesivo.
<b>Los consejeros asisten al menos al 75% de las reuniones del Consejo o, de asistir en</b>	Provisión de gobernanza interna.

<sup>4</sup> Los factores internos de gobernanza no han sido considerados en ningún estudio previo al llevado a cabo por Brown y Caylor (2006) para vincular el gobierno corporativo con la valoración de una compañía.

**menor porcentaje, tienen una excusa válida para no asistir.**

**Las directrices del Consejo están contenidas en cada declaración de poder.**

Provisión de gobernanza interna. Las directrices del Consejo son pautas sobre cómo debe éste abordar la gobernanza corporativa de la compañía.

**Los consejeros están sujetos a las directrices de la propiedad de las acciones.**

Provisión de gobernanza interna.

*Elaboración propia. Provisiones índice Gov-Score. Fuente: Brown y Caylor (2006).*

## Anexo IV

Respecto al modelo de puntuación utilizado: cero (0) corresponde a que no se da la provisión en la compañía mientras que uno (1) significa que sí se da. La cruz (X) significa que, por razones culturales, no existen estas provisiones en el modelo de gobierno corporativo español o que no hemos podido encontrar las provisiones por no hacerse referencia alguna a ellas en los Estatutos, en el Informe de Gobierno corporativo, Reglamento de la Junta ni Reglamento del Consejo, en cuyo caso podríamos suponer que, o bien, no existen dichas provisiones en las compañías de la muestra, o bien, existe una falta de transparencia. Las abreviaturas de las siguientes tablas se corresponden, de izquierda a derecha, con: Sabadell, Inditex, Técnicas Reunidas, Gas Natural y Cellnex Telecom.

PROVISIONES	SBDLL	INDTX	T.REUNID.	G.NAT.	C.TELEC.
Antigreemail	0	1	1	1	1
Acciones preferentes	0	0	0	0	0
Leyes de combinación empresarial	X	X	X	X	X
Limites modificación estatutos	0	0	0	0	0
Junta escalonada	0	0	0	0	0

<b>Planes de compensación</b>	X	X	X	X	X
<b>Cláusulas de indemnización a consejeros</b>	X	X	X	X	X
<b>Normas de venta de acciones a accionistas mayoritarios</b>	X	X	X	X	X
<b>Ausencia de voto acumulativo</b>	X	X	X	X	X
<b>Funciones del consejero</b>	0	0	0	0	0
<b>Requisitos de precio justo</b>	X	X	X	X	X
<b>Paracaídas dorado</b>	1	1	0	1	1
<b>Indemnización a consejeros en Estatutos</b>	0	0	0	0	0
<b>Limitaciones a la responsabilidad de consejeros</b>	X	X	X	1	X
<b>Plan de pensiones</b>	X	X	X	X	X
<b>Píldora venenosa</b>	0	0	0	0	0
<b>Ausencia de voto secreto</b>	1	1	1	1	1
<b>Acuerdos de cese directivos</b>	1	1	1	1	1
<b>Paracaídas plateado</b>	1	1	0	1	0
<b>Requisitos especiales para reuniones</b>	1	1	1	1	1
<b>Mayorías cualificadas</b>	1	0	0	0	0
<b>Derechos de voto desiguales</b>	1	0	1	1	0
<b>Limitación mediante consentimiento por escrito</b>	0	0	0	0	0
<b>G-INDEX</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>5</b>

*Fuente: elaboración propia a partir de los Estatutos de las compañías, Informes de Gobierno corporativo Comisión Nacional del Mercado de Valores (2017), Reglamento de la Junta General y Reglamento del Consejo de Administración.*

## Anexo V

PROVISIONES	SBDLL	INDTX	T.REUNID.	G.NAT.	C.TELEC.
Junta escalonada	0	0	0	0	0
Píldora venenosa	0	0	0	0	0
Paracaídas dorado	1	1	0	1	1
Límites modificación estatutos	0	0	0	0	0
Requisitos de mayorías para fusiones	1	0	0	0	0
Requisitos de mayorías para modificación estatutos	1	0	0	0	0
<b>E-INDEX</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>

*Fuente: elaboración propia a partir de los Estatutos de las compañías, Informes de Gobierno corporativo Comisión Nacional del Mercado de Valores (2017), Reglamento de la Junta General y Reglamento del Consejo de Administración.*

## Anexo VI

PROVISIONES	SBDLL	INDTX	T.REUNID.	G.NAT.	C.TELEC.
No Junta escalonada	1	1	1	1	1
No píldora venenosa	1	1	1	1	1
No revalorización de opciones (últimos 3 años)	X	X	X	X	X
Media de opciones últimos 3 años no supera el 3% de acciones básicas	X	X	X	X	X
Asistencia de directivos al Consejo en al	1	1	1	1	1

<b>menos 75% reuniones Directrices del Consejo: contenidas en declaración de poder</b>	X	X	X	X	X
<b>Directivos y Consejo sujetos a directrices de propiedad</b>	1	1	1	1	1
<b>GOV-SRORE</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>

*Fuente: elaboración propia a partir de los Estatutos de las compañías, Informes de Gobierno corporativo Comisión Nacional del Mercado de Valores (2017), Reglamento de la Junta General y Reglamento del Consejo de Administración.*