



**COMILLAS**  
**UNIVERSIDAD PONTIFICIA**

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y  
EMPRESARIALES

DEL “*BOARD CENTRIC MODEL*” AL “*INVESTOR CENTRIC MODEL*”

UN ESTUDIO DE LA RELACIÓN ENTRE EL INVERSOR INSTITUCIONAL Y  
LAS DECISIONES DE GOBIERNO CORPORATIVO DEL CONSEJO DE  
ADMINISTRACIÓN

*Programa de Doctorado en Competitividad Empresarial y  
Territorial, Innovación y Sostenibilidad*

Autor: Miguel Bolaños-Bolaños-Hervás  
Director: Dra. Dña. Paloma Bilbao Calabuig

**Febrero 2021, Madrid**

Miguel  
Bolaños  
Hervás

**Del Board Centric Model al Investor Centric Model: Un estudio de  
la relación entre el inversor institucional y las decisiones de gobierno  
corporativo del consejo de administración**



© 2021

Miguel Bolaños-Hervás ALL RIGHTS RESERVED

# Índice

<b>Índice de Cuadros y Tablas .....</b>	<b>4</b>
<b>Agradecimientos .....</b>	<b>6</b>
<b>Capítulo 1. Introducción.....</b>	<b>8</b>
1.1. Justificación, objetivo y alcance de la investigación.....	8
1.1. Organización de la tesis.....	12
1.2. Metodología de investigación.....	13
<b>Capítulo 2. Marco teórico y conceptual .....</b>	<b>16</b>
2.1. El empoderamiento del inversor institucional y su activismo sobre el gobierno corporativo .....	16
2.2. El buen gobierno corporativo buscado por el inversor institucional .....	24
2.2.1. El interés del accionista por controlar la calidad del gobierno corporativo. En búsqueda de la mejora de gobierno corporativo.....	25
2.2.2. Los códigos de buen gobierno como sistema de control en manos de los accionistas .....	27
2.2.3. Cumplimiento y seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno por parte de las empresas .....	31
2.3. La influencia del inversor institucional y su activismo sobre las decisiones de gobierno corporativo.....	33
2.3.1. Influencia del inversor institucional sobre las buenas prácticas de gobierno corporativo.....	37
2.3.2. Influencia del inversor institucional sobre las conductas, comportamientos y dinámicas del consejo de administración .....	43
2.3.3. Influencia del inversor institucional sobre la renovación del consejo de administración (board refreshment).....	56
<b>Capítulo 3. Diseño de la investigación empírica y metodología estadística .....</b>	<b>66</b>
3.1. Objetivo del estudio empírico.....	66
3.2. Método.....	66
3.2.1 Empresas estudiadas y selección de la muestra.....	68
3.2.2 Variables .....	71
3.2.3 Hipótesis y regresiones.....	80
<b>Capítulo 4. Resultados estadísticos .....</b>	<b>84</b>
4.1. Regresiones de cumplimiento de las recomendaciones de buenas prácticas.....	85
4.1.1. Correlación entre el inversor institucional y el cumplimiento global de las recomendaciones de buenas prácticas de gobierno corporativo .....	85

4.1.2. Correlación entre el inversor institucional y el cumplimiento de recomendaciones relacionadas con estructura y composición del consejo.....	86
4.1.3. Correlación entre el inversor institucional y el cumplimiento de las recomendaciones relacionadas con la independencia del consejo de administración .....	87
4.1.4. Correlación entre el inversor institucional y el cumplimiento de las recomendaciones relacionadas con las retribuciones del consejo de administración .....	88
4.1.5. Correlación entre el inversor institucional y el cumplimiento de las recomendaciones relacionadas con el nombramiento de consejeros .....	89
4.2. Regresiones de conducta y comportamiento del consejo de administración .....	91
4.2.1. Correlación entre el inversor institucional y la dinámica del consejo de administración.....	91
4.2.2. Correlación entre el inversor institucional y la diversidad del consejo de administración.....	93
4.2.3. Correlación entre el inversor institucional y la presencia de consejeros en otros consejos de administración .....	95
4.3. Regresiones de renovación del consejo de administración (board refreshment).....	97
4.3.1. Correlación entre el inversor institucional y la independencia del consejo de administración.....	97
4.3.2. Correlación entre el inversor institucional y la entrada de nuevos consejeros .....	99
4.3.3. Correlación entre el inversor institucional y la salida de consejeros .....	100
4.3.4. Correlación entre el inversor institucional y la rotación total de consejeros.....	101
4.4. Correlación entre variables independientes.....	104
<b>Capítulo 5. Conclusiones de la investigación.....</b>	<b>106</b>
5.1. Conclusiones sobre las hipótesis.....	107
5.2. Discusión .....	116
5.3. Futuras líneas de investigación .....	117
<b>Bibliografía.....</b>	<b>120</b>
<b>Anexos .....</b>	<b>139</b>
Anexo 1. Empresas muestra Ibex 35.....	139
Anexo 2. Agrupación variables dependientes de buen gobierno.....	144
Anexo 3. Resumen agrupación variables dependientes de buen gobierno .....	146
Anexo 4. Datos cumplimiento de recomendaciones de buenas prácticas.....	147
Anexo 5. Datos relativos al consejo de administración .....	150

## **Índice de Cuadros y Tablas**

<i>Cuadro 1. Mapa conceptual del proceso activista del inversor institucional.....</i>	<i>17</i>
<i>Cuadro 2. Flujo del modelo conductista .....</i>	<i>48</i>
<i>Cuadro 3. Endogeneidad del consejo.....</i>	<i>49</i>
<i>Cuadro 5. Variables dependientes relativas al cumplimiento de buenas prácticas .....</i>	<i>78</i>
<i>Cuadro 6. Variables dependientes relativas a la conducta y comportamiento del consejo de administración.....</i>	<i>79</i>
<i>Cuadro 7. Variables dependientes relativas a la renovación del consejo de administración (board refreshment) .....</i>	<i>79</i>
<i>Cuadro 8. Planteamiento de regresiones relativas al cumplimiento de buenas prácticas de gobierno corporativo .....</i>	<i>82</i>
<i>Cuadro 9. Planteamiento de regresiones relativas a la conducta y comportamiento del consejo de administración .....</i>	<i>82</i>
<i>Cuadro 10. Planteamiento de regresiones relativas a la renovación del consejo de administración (board refreshment) .....</i>	<i>83</i>
<i>Tabla 1. Factores motivadores del activismo del inversor .....</i>	<i>18</i>
<i>Tabla 2. Variables de influencia en el activismo del inversor institucional .....</i>	<i>19</i>
<i>Tabla 16. Listado de compañías de la muestra .....</i>	<i>70</i>
<i>Tabla 17. Variables independientes relativas a la propiedad de la compañía .....</i>	<i>73</i>
<i>Tabla 18. Variables de cumplimiento de buenas prácticas relativas a la composición e independencia del consejo.....</i>	<i>76</i>
<i>Tabla 19. Variables de cumplimiento de buenas prácticas relativas al nombramiento y remuneraciones del consejo.....</i>	<i>77</i>
<i>Tabla 5. Hipótesis 2: Cumplimiento de recomendaciones relativas a la composición y estructura del consejo de administración.....</i>	<i>80</i>
<i>Tabla 6. Hipótesis 3: Cumplimiento de recomendaciones relativas a la independencia del consejo de administración .....</i>	<i>80</i>
<i>Tabla 7. Hipótesis 4: Cumplimiento de recomendaciones relativas a la retribución del consejo de administración .....</i>	<i>81</i>
<i>Tabla 8. Hipótesis 5: Cumplimiento de recomendaciones relativas al nombramiento de consejeros .....</i>	<i>81</i>

<i>Tabla 20. Resultado del modelo de regresión lineal H1</i> .....	85
<i>Tabla 21. Resultado del modelo de regresión lineal H2</i> .....	86
<i>Tabla 22. Resultado del modelo de regresión lineal H3</i> .....	87
<i>Tabla 23. Resultado del modelo de regresión lineal H4</i> .....	88
<i>Tabla 24. Resultado del modelo de regresión lineal H5</i> .....	89
<i>Tabla 26. Resultado del modelo de regresión lineal H6</i> .....	91
<i>Tabla 25. Resultado del modelo de regresión lineal H7</i> .....	93
<i>Tabla 27. Resultado del modelo de regresión lineal H8</i> .....	95
<i>Tabla 28. Resultado del modelo de regresión lineal H9</i> .....	97
<i>Tabla 29. Resultado del modelo de regresión lineal H10</i> .....	99
<i>Tabla 30. Resultado del modelo de regresión lineal H11</i> .....	100
<i>Tabla 31. Resultado del modelo de regresión lineal H12</i> .....	101
<i>Tabla 33. Resumen de resultados del contraste de hipótesis sobre el seguimiento de</i> .	108
<i>Tabla 34. Resumen del contraste de hipótesis sobre la conducta y el comportamiento del consejo de administración</i> .....	111
<i>Tabla 35. Resumen del contraste de hipótesis sobre la renovación del consejo de administración (board refreshment)</i> .....	114

## *Agradecimientos*

Este trabajo que ahora concluye no podría haberse realizado sin la ayuda de tantas personas que me han acompañado a lo largo de estos años. Primero, me gustaría expresar mi profunda gratitud a Paloma Bilbao, mi Directora de Tesis. Paloma ha sido mi compañera de investigación, pero sobre todo, me ha guiado, me ha animado en los momentos más difíciles y me ha dado luz incansablemente en este camino. Me ha descubierto el apasionante mundo del Gobierno Corporativo, y especialmente la visión y la forma de entender la investigación, la constancia y la capacidad de desarrollar con pensamiento crítico todo aquello que hemos trabajado. Gracias por tu pasión y dedicación Paloma.

También quiero agradecer sinceramente al resto de profesores que me han acompañado en el transcurso de esta etapa de mi vida investigadora. Gracias a Antonio Rúa Vieites, quién con sus palabras fue el primero que me supo atraer y motivar para emprender este camino, y que igualmente supo transmitirme desde un inicio su pasión por investigar y profundizar en el conocimiento.

Mi agradecimiento también para Carmen Fullana y Mamen Valor, y para todos los profesores que a lo largo de estos años nos han brindado su continuo apoyo, sus valiosas enseñanzas y sus útiles consejos. Y como no, para Juanjo Barbáchano, compañero inagotable que tanta ayuda nos ha prestado, en la parte organizativa del programa doctoral y en el plano personal.

Gracias a mis colegas doctorandos por su estrecha y genuina cooperación y por su compañía y apoyo, ayudándome a superar los desafíos de mi investigación.

Y no podría olvidarme de mi familia. De mis padres, Paqui y Antonio, por su deseo e ilusión que siempre me transmitieron para llevar a cabo mi tesis doctoral y por sus valores de superación que siguen siendo una inspiración para mí.

Y por supuesto gracias a mi esposa Marisa. Sin ella nada habría sido posible. Gracias por su aliento de ánimo, su ayuda en todos los sentidos, su cariño e inagotable resistencia a las ausencias de tiempo dedicado, a su empuje por sacar adelante conjuntamente todo lo que ha vivido junto a mí. Y finalmente, a mis hijos Miguel y Lucía, niños cuando esta aventura empezó y adolescentes ahora. Gracias por haber sabido entender y comprender. Y que el trabajo que hay detrás les pueda servir de ejemplo de esfuerzo y afán de superación, que confío les haya podido transmitir a lo largo de estos años.

## ***Capítulo 1. Introducción***

### ***1.1. Justificación, objetivo y alcance de la investigación***

Los intereses y las presiones de los accionistas en las empresas donde invierten con el objetivo de influenciar en las decisiones que toman los consejos de administración, conocido como “activismo del inversor” (Bratton y Wachter, 2010), ha sido motivo de estudio académico desde hace años (Black, 1992; Roe, 1994; Useem, 1996; Ward, 1997, citados en Ryan y Schneider, 2002), aunque con resultados inconsistentes y sin datos concluyentes, desde diferentes perspectivas y puntos de vista (Hirschman, 1970; Mallin, 2001; Marquardt y Wiedman, 2016; McNulty y Nordberg, 2016; Sherman, Beldona, y Joshi, 1998). Fuera del ámbito científico, también se ha puesto el foco sobre la mayor influencia y relevancia del inversor, principalmente institucional, en las decisiones corporativas.

La participación por parte de los inversores institucionales en el capital social de las grandes empresas del mundo ha aumentado drásticamente en los últimos 30 años (The Conference Board 2010, citado por Kim et al. 2019). Existe, por tanto, un creciente reconocimiento del poder de los grandes gestores de las inversiones institucionales y, al mismo tiempo, una creciente expectativa de que utilizarán este poder para mejorar las prácticas de gobierno corporativo de las empresas de su cartera (Bebchuk et al., 2017). Si bien existe una amplia literatura en torno a los parámetros individualizados que rodean e intentan explicar el activismo del inversor institucional, se ha detectado una falta de integración de factores que sistematice y constituya un marco teórico unificado hasta el momento, si bien, se constata una creciente corriente teórica que habla de cambio de modelo operativo en la toma de decisiones de gobierno corporativo, pasando de aquel que estaba basado en decisiones tomadas íntegramente por el consejo – “*board-*

*centric model*”– hacia un modelo dónde el empoderamiento del inversor y su activismo toman protagonismo – “*investor-centric model*” (Capron, 2017). Diversas teorías e investigaciones científicas hablan de este cambio en la asignación de poder desde los ejecutivos corporativos y consejeros hacia los accionistas, y muy notoriamente hacia los inversores institucionales, quiénes a su vez, tienen el objetivo último y deber fiduciario de velar por los intereses y rendimiento económico de sus inversores partícipes. Este planteamiento de traspaso de poder a la propiedad institucional ha venido acompañado de teorías alternativas, debatiendo que aunque las regulaciones han proporcionado a los inversores un mayor grado de presencia e influencia en las compañías que poseen, las decisiones críticas y la última palabra sigue estando en boca del consejo, planteando dudas sobre este posible cambio de modelo en las decisiones corporativas hacia el inversor (Frankle, Gregory, Varallo, y Lyons, 2015; Ryan y Schneider, 2002). Además, la inconsistencia empírica en este campo sigue manteniendo abiertos la discusión y el debate académico en torno a la efectividad y beneficios de conceder más poder al accionista y del activismo que ejerce. Las motivaciones que empujan al inversor para hacerse oír (Del Guercio y Hawkins, 1999; Judge, Gaur, y Muller-Kahle, 2010), los factores y variables que determinan el nivel de intensidad de su activismo (Sahut y Gharbi, 2010; Smith, 1996), la eficacia de los mecanismos intermediarios que se utilizan para llevarlo a cabo (Karpoff, 2001; McCahery, Sautner, y Starks, 2016), o el impacto que genera sobre el valor del accionista (Karpoff, 2001; Rose y Sharfman, 2014), continúan planteando incertidumbre tanto a académicos como a *practitioners*, sobre la eficacia de este activismo y la posible mejora que produce su efecto en las decisiones de gobierno corporativo.

Los estudios e investigaciones académicas previas han intentado profundizar principalmente sobre las repercusiones financieras del activismo (Gillan y Starks, 1998; Gillan y Starks, 2000; Ingley y van der Walt, 2004; Marquardt y Wiedman,

2016), sin embargo, aunque se pone de manifiesto que el peso del inversor institucional sigue adquiriendo relevancia en las decisiones críticas de gobierno corporativo, existe poca literatura concluyente que relacione la influencia de éstos inversores sobre la organización y estructura del consejo, sus conductas y dinámicas, y la calidad del gobierno que buscan (Brav et al. 2008; Del Guercio et al. 2008; Wewrsema, 2011). Por ello, esta es la razón principal que mueve y justifica esta tesis doctoral. Investigar y analizar esta correlación, en la que el contexto académico y los estudios empíricos llevados a cabo en torno al activismo de los accionistas sobre compañías cotizadas, y en concreto en relación a inversores institucionales, han servido como plataforma de apoyo y el marco conceptual sobre el que se ha construido el argumento teórico. Como objetivo principal, se pretende contribuir al entendimiento del activismo ejercido por el inversor institucional y sus implicaciones sobre el comportamiento de los consejos de administración en la toma de decisiones que afectan al gobierno corporativo de las compañías de las que forman parte, aportando luz sobre el creciente poder de los inversores institucionales y su influencia sobre determinados aspectos organizativos y estructurales de los consejos de administración de las compañías donde invierten. Se intenta vislumbrar si el poder institucional del que habla la literatura, manifestado a través de la propiedad en las empresas en las que participan, tiene relación con los cambios de composición, organización y estructura del consejo, conocido en la literatura como *board refreshment* y en los comportamientos y dinámicas generadas en el consejo de administración, abordando variables consideradas en estudios previos. Paralelamente, se examina si hay correlación entre la inversión institucional, y el impulso y un mayor seguimiento de las recomendaciones de buenas prácticas de gobierno corporativo, y por consiguiente vislumbrar su influencia sobre una mejora en la calidad de gobierno, tal y como argumenta Bhandari & Arora, (2016).

Por tanto, con los objetivos planteados, se pretende aportar luz a las siguientes preguntas

de investigación:

a) ¿La presencia de inversión institucional, se relaciona significativamente con las decisiones estratégicas de gobierno corporativo de las empresas en las que están invirtiendo?

b) ¿La presencia de inversores institucionales tiene una relación significativa con el cumplimiento y seguimiento global de las recomendaciones del código de buen gobierno corporativo, y con el cumplimiento de determinadas recomendaciones de buenas prácticas que suscitan mayor interés para el inversor institucional?

### ***Alcance de la tesis***

El alcance propuesto en esta tesis, para intentar responder a las preguntas de investigación planteadas, se puede identificar de la siguiente manera:

- **Ámbito geográfico:** En el estudio empírico que se lleva a cabo, se analizan las empresas pertenecientes al índice Ibex 35, por tanto, referidas al mercado bursátil español. La razón fundamental para seleccionar España como ámbito geográfico de estudio es doble. Por un lado, la mayoría de la investigación científica realizada en torno al activismo del accionista, y en concreto sobre el activismo del inversor institucional, proviene de Estados Unidos y efectuada sobre su mercado empresarial, por lo que ampliar este marco geográfico a mercados distintos, se considera que puede ser una aportación en este ámbito de estudio. Paralelamente, según refleja la CNMV (2019) la inversión institucional ha aumentado considerablemente su porcentaje de participación en las empresas pertenecientes al Ibex 35, encontrándose en el año 2018, final de la franja temporal de este estudio, en un 12,7% de la capitalización total del índice español (Pozo, 2019). Este cambio que se está produciendo en el reparto accionarial de las compañías cotizadas españolas, también concuerda con otros informes no académicos como el de PwC (2019),

sugiriendo que en los últimos años ha habido un cambio de escenario en el mercado corporativo español, aumentado el capital flotante del Ibex 35, diversificando la capacidad de voto, y por otro lado disminuyendo el número de sociedades cotizadas con una sola persona física o jurídica con mayoría de los derechos de voto, lo que propicia la entrada de inversión extranjera institucional. Por tanto, se considera que la muestra seleccionada puede ser de interés para reflejar y aportar evidencia sobre la relación entre este tipo de inversores y la adopción de estándares de Gobierno Corporativo por los que el capital extranjero se ve atraído (Bardají, 2017; Choe, Kho y Stulz, 2005).

- **Ámbito temporal:** Para el ámbito temporal se han elegido los ejercicios de 2013 a 2018, con el objetivo de tener información y datos recientes y completos en el momento de iniciar esta investigación, recopilando estos datos exclusivamente de la información publicada en la CNMV y referentes a los los informes anuales de las empresas estudiadas.

- **Alcance conceptual:** A partir de la literatura científica revisada en esta tesis, se han ido desgranando e identificando los aspectos relativos a la inversión institucional, y profundizando conceptualmente en ellos. Partiendo del empoderamiento del inversor institucional en las decisiones que toma el consejo, el proceso activista que ejerce, así como los aspectos de influencia sobre el gobierno corporativo de las empresas donde invierten, y en los que la literatura refleja y pone énfasis como aquellos de mayor interés para esta tipología de accionista, como son la calidad de gobierno corporativo, estructura y renovación del consejo, y su dinámica y comportamiento.

### ***1.1. Organización de la tesis***

La tesis se organiza de la siguiente manera. En el capítulo dos, se desarrolla el marco teórico y conceptual a través de una revisión de la literatura, llevada a cabo en torno al proceso activista ejercido por los grandes inversores institucionales.

Con la revisión de la literatura se ha esclarecido la investigación científica en torno a la influencia e impacto del activismo de los inversores institucionales sobre la estructura, organización y conductas del consejo y sobre las evidencias encontradas alrededor del gobierno corporativo de las empresas donde es ejercido. Apoyado sobre las teorías previas desarrolladas y la creciente influencia de la inversión institucional en las decisiones estratégicas de las empresas, se ha analizado la literatura empírica y los hallazgos en torno a su impacto en determinados aspectos de gobierno, examinando la coexistencia de la inversión institucional con determinadas decisiones de gobierno corporativo que afectan a la estructura, conducta y el cumplimiento de las prácticas de buen gobierno corporativo.

En el tercer capítulo de la tesis, a partir de las variables soportadas por la literatura y los estudios empíricos previos, se desarrolla un análisis cuantitativo constatando la realidad existente en la evolución y cambios de la estructura formal de los consejos de administración del Ibex 35, entre los años 2013-2018, su organización y funcionamiento, *board refreshment*, así como sobre el seguimiento de las prácticas de buen gobierno corporativo.

## ***1.2. Metodología de investigación***

Para el desarrollo de la tesis, como se explicó previamente, se han llevado a cabo diversas revisiones de la literatura con el objetivo de identificar la evolución de la investigación académica en torno al activismo y empoderamiento del accionista, en concreto del inversor institucional, además de construir un marco conceptual que sostiene el estudio de campo empírico que se ha desarrollado y las evidencias encontradas.

Por tanto, la investigación sigue una estructura deductiva, realizando distintas hipótesis que se deducen de la revisión de la literatura. Para ello, primeramente, se han seleccionado las principales revistas científicas que tratan asuntos de gobierno corporativo relacionadas con el activismo del inversor institucional, para identificar la literatura clave y el estado de la cuestión. Para la localización de las publicaciones, se han identificado los términos más relevantes en torno al activismo y empoderamiento del inversor institucional en relación al gobierno corporativo, buscando tanto de forma individual como con términos combinados, en el título, en el resumen y en las palabras clave de cada artículo: "*institutional invest\**", "*institutional empowerment*", "*sharehold\* empowerment*", "*institutional activism*", "*sharehold\* activism*", "*invest\*activism*". Finalmente se ha refinado la búsqueda discriminando las investigaciones que están enfocadas a compañías sin ánimo de lucro o empresas familiares, con la intención de focalizar la investigación en compañías grandes y cotizadas donde tiene presencia la inversión institucional.

La investigación que se desarrolla en esta tesis no ha valorado el impacto causa-efecto que conlleva la inversión institucional sobre las decisiones de gobierno corporativo, ya que no se han encontrado evidencias unívocas de esta relación, y muy pocas evidencias de correlación. Por ello, se considera que aportar conocimiento estudiando estas primeras relaciones, puede ser un buen punto de partida para seguir avanzando y profundizar con posteriores estudios sobre el impacto resultante del inversor institucional en las decisiones de gobierno corporativo.

Para este primer paso en el análisis de las correlaciones, y con el propósito de trabajar con un mayor volumen de información, no se introduce el factor tiempo, sino que se

maneja un *pool* de datos tomados de la evolución de los consejos de administración y del cumplimiento de buenas prácticas de gobierno corporativo de las empresas pertenecientes al índice Ibex 35 entre los años 2013 y 2018, como se explicó previamente. Por un lado, las variables relativas a la estructura, cambios y renovación del consejo de administración, *board refreshment*, y que agrupamos en: tamaño del consejo, tipologías de consejeros, rotación del consejo, diversidad, independencia y nombramientos. Por otro lado, variables relativa a la conducta y dinámica del consejo de administración, agrupadas en: número de reuniones del consejo, diversidad y presencia de consejeros en otros consejos de administración. Y, por último, el seguimiento del código de buen gobierno a través del cumplimiento de sus recomendaciones de buenas prácticas.

Sobre estos datos se han aplicado regresiones lineales como metodología estadística, para contrastar las diferentes hipótesis planteadas en el análisis. El estudio de dichas correlaciones ha permitido evidenciar la relación entre la presencia de inversión institucional y las decisiones de gobierno corporativo en torno al consejo de administración reflejadas en las variables planteadas.

## ***Capítulo 2. Marco teórico y conceptual***

### ***2.1. El empoderamiento del inversor institucional y su activismo sobre el gobierno corporativo***

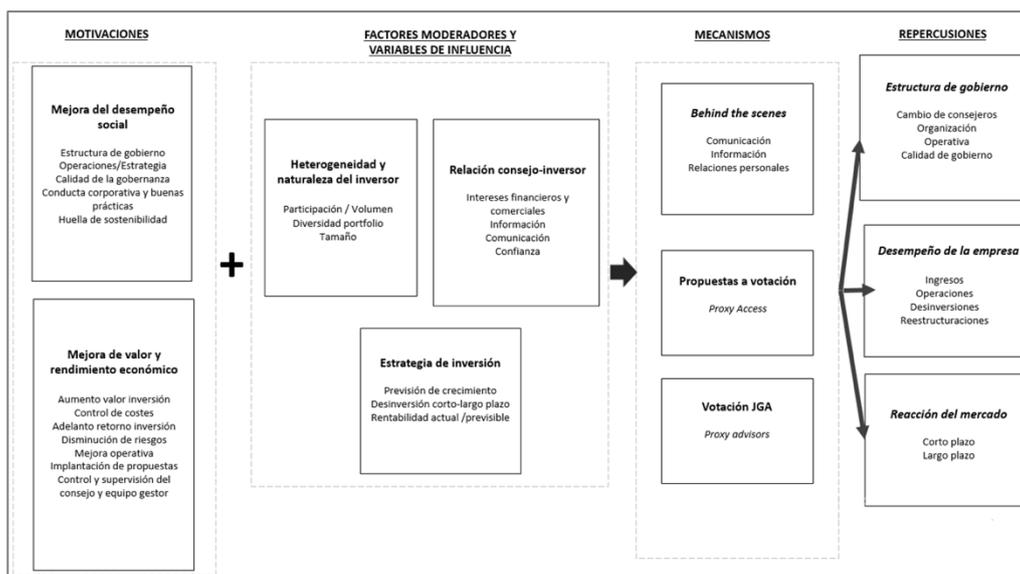
La literatura académica define el activismo accionarial como aquellas "acciones que emprenden los accionistas con la intención explícita de influir sobre las políticas y las conductas de las compañías" (Acosta Alfaro, Barreda Orjeda, Díaz Fernández, & Visso Alarcón, 2016). Y por su lado, el gobierno corporativo es un mecanismo que facilita el control sobre la gestión y los grupos de poder de las empresas, con el objetivo de conseguir la maximización de su valor (Cuervo, 2002).

El efecto del activismo sobre las políticas de gobierno corporativo es lo buscado por los inversores institucionales con el fin contribuir a la creación de valor sostenible de las empresas donde invierten, con la intención de mejorar la eficiencia económica y gestionar el riesgo (Cuomo, Mallin, & Zattoni, 2016), citados por Bolaños-Hervás & Bilbao-Calabuig (2020). Esta acción efectuada por los inversores institucionales, tiene su fundamento en la diversidad de intereses entre la propiedad y la dirección ejecutiva de las empresas, enunciado en la teoría de agencia (Jensen & Meckling, 1976), provocando acciones y decisiones ineficientes que no maximizan el valor para el accionista, por esto, como sugieren Bolaños-Hervás & Bilbao-Calabuig (2020), el poder creciente del inversor insitucional le sitúa en una posición dónde su voz puede ser escuchada y tenida en cuenta con mayor interés, lo que motiva y promueve su activismo, en consonancia con lo explicitado por la literatura previa (Aggarwal, Saffi, & Sturgess, 2015; Judge, W. Q., Douglas, & Kutan, 2006) .

La literatura académica refleja que la relevancia y el peso que está adquiriendo la inversión institucional viene motivado por la capacidad de mejorar e influir en el gobierno

corporativo de las compañías a través de la acción colectiva, democratizando de esta forma las decisiones a nivel de consejo (Sauerwald, van Oosterhout, Van Essen, & Peng, 2016). Bolaños-Hervás & Bilbao-Calabuig (2020) estudian cuáles son las variables y factores que rodean el proceso activista del inversor institucional, concluyendo que “el caldo de cultivo para la generación del activismo se crea a partir de las motivaciones intrínsecas del inversor institucional junto con los factores que intervienen en su puesta en marcha, y conducen a diferentes modelos de comportamiento del inversor de cara a intervenir en las decisiones corporativas de las compañías en las que participan”, como se refleja en el Cuadro 1.

**Cuadro 1. Mapa conceptual del proceso activista del inversor institucional**



*Fuente: Adaptado de Hervás & Bilbao-Calabuig, (2020)*

El activismo del inversor institucional tiene el potencial de actuar como mecanismo correctivo y de mejora sobre el marco de gobierno corporativo de las empresas invertidas por este tipo de accionistas (Rose & Sharfman, 2014), aunque existen aspectos de mayor interés y preocupación para los inversores institucionales, buscando una mejoría económica o social en la compañías donde invierten y que actúan como

motivadores de su activismo (Bushee, Carter, & Gerakos, 2013; Choi, Fisch, & Kahan, 2009), citados por Bolaños-Hervás & Bilbao-Calabuig (2020). (Ver Tabla 1).

**Tabla 1. Factores motivadores del activismo del inversor**

Desempeño social	Desempeño económico
Estructura de gobierno Operaciones Estrategia Calidad de la gobernanza Conducta corporativa Buenas prácticas Huella de sostenibilidad	Valor inversión Control de costes Crecimiento Disminución de riesgos Operativa del consejo Implantación de propuestas Control y supervisión del consejo y equipo gestor

*Fuente: Adaptado de Bolaños-Hervás & Bilbao-Calabuig (2020)*

Un aspecto que pone manifiesto históricamente la literatura, es el distinto nivel de activismo que puede ejercer el inversor institucional, provocado por la diversidad de factores que rodean el ejercicio de su activismo (ver Tabla 2), unido a la heterogeneidad que existe en esta tipología de accionista, y que viene determinada por la composición de su portfolio de inversión, el tamaño del inversor o el volumen de sus participaciones o incluso de su ideología, (Aggarwal et al., 2015; Bolton, Li, Ravina, & Rosenthal, 2018; Judge et al., 2010; Marquardt & Wiedman, 2016; Ryan & Schneider, 2002; Sahut & Gharbi, 2010; Sherman et al., 1998; Smith, 1996), citados por Bolaños-Hervás & Bilbao-Calabuig (2020).

La conclusión generalizada es que la complejidad existente en la idiosincrasia del inversor institucional, dan forma a la propensión de su activismo, provocando distintos comportamientos y conductas ante los consejos de administración y las cuestiones de gobierno corporativo que les interesan (Bolaños-Hervás & Bilbao-Calabuig, 2020).

Si bien, los lazos de relaciones directas que el inversor institucional tiene con los consejos de administración de las empresas donde invierten parece ser un factor relevante a la hora de influenciar en las decisiones de gobierno (Matsusaka & Ozbas, 2014; Sahut & Gharbi, 2010), acompañado de la estrategia que el inversor institucional tiene como compañía y que define su sensibilidad frente a los asuntos de gobierno corporativo, y que le permiten involucrarse con mayor o menor profundidad en diferentes decisiones y mecanismos del consejo de administración (Bushee et al., 2013), citados por Bolaños-Hervás & Bilbao-Calabuig, (2020).

**Tabla 2. Variables de influencia en el activismo del inversor institucional**

<b>Estructura y composición</b>	<b>Relación consejo-inversor</b>	<b>Estrategia de inversión</b>
Volumen de inversión Diversidad del portfolio Tamaño del inversor	Comunicación Información Confianza	Horizonte de desinversión Crecimiento Rentabilidad

*Fuente: Adaptado de Bolaños-Hervás & Calabuig (2020)*

### ***Idiosincrasia de la inversión institucional***

La participación por parte de los inversores institucionales en el capital social de las grandes empresas del mundo ha aumentado drásticamente en los últimos treinta años (The Conference Board 2010, citado por Kim et al. 2019). Las tasas de crecimiento de los activos administrados por inversores institucionales han sido particularmente altas durante las últimas décadas, particularmente durante la década de los noventa (Bardají, 2017). La importancia creciente del papel de estos inversores institucionales en la economía mundial radica en el inmenso volumen de activos financieros que gestionan. Esta situación también se ha dado en España, donde los inversores institucionales han

aumentado su porcentaje de participación en las empresas pertenecientes al IBEX 35, controlando el 12,7% de la capitalización total del índice español, que alcanza los 454.470 millones de euros, que incluye inversión directa y derechos de voto a través de instrumentos financieros con derecho a compra de acciones (CNMV,2019). En total, 29 fondos extranjeros declaran tenencias en empresas del Ibex superiores al 1% del total de acciones, aunque algunos de los 35 valores del índice no están incluidos en esta lista (Pozo, 2019).

Este aumento de la cartera institucional coincide con la creciente sofisticación de los mercados y la creciente importancia del gobierno corporativo (Borochin y Yang, 2017). Autores como Bebchuk et al., (2017) consideran que el aumento de los inversores institucionales ha sido impulsado por el reconocimiento por parte de los inversores partícipes del valor de la diversificación de las inversiones y fomentado por un trato normativo y fiscal favorable. En cualquier caso, su creciente importancia viene determinada por el ingente tamaño de sus carteras. Los inversores institucionales agregan los activos de un gran número de personas físicas y jurídicas, por lo que cada inversor institucional puede mantener grandes posiciones en muchas empresas, otorgándoles una posición e influencia únicas.

La literatura refleja distintas definiciones para caracterizar al inversor institucional. Por ejemplo, Morningstar (2019) lo define como "un término genérico que se utiliza para designar a una organización que invierte grandes cantidades de dinero (propio o ajeno) en títulos y fondos". Investopedia (2019) se refiere a los inversores institucionales como aquellos entes no bancarios u organizaciones que negocian con valores en porcentajes de acciones o cantidades de dinero suficientemente grandes como para lograr un trato preferencial y comisiones más bajas.

La CNMV (2019) considera que los inversores institucionales "tienen conocimientos y experiencia suficientes para valorar los riesgos que asumen y tomar sus propias

decisiones de inversión" y, por lo tanto, se les clasifica como inversores cualificados. Asimismo, también entran dentro de la categoría de inversores profesionales, por lo que tienen capacidad "para operar en los mercados financieros" (CNMV, 2019).

Por tanto, la inversión institucional representa a diferentes tipos de instituciones, como pueden ser bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos de cobertura o fondos de inversión, que hacen grandes inversiones representando a muchos inversores, diferenciándose así de los inversores individuales que componen el mercado minorista. Estos inversores institucionales tienen el deber fiduciario de votar con sus acciones para obtener los mejores intereses de sus accionistas (Iliev y Lowry, 2015). Las motivaciones de estos grandes inversores como propietarios, pueden explicar de partida su comportamiento, influencia y activismo, de acuerdo a las teorías científicas desarrolladas y diferentes opiniones no académicas que han apoyado históricamente la idea de que el capitalismo funciona cuando la propiedad vela por sus propios intereses, lo que promueve sus acciones, aunque estas no tienen por qué coincidir con los intereses de la dirección de la compañía presente en los consejos de administración (Berle y Means, 1932, citados en Mallin, 2001). Por tanto, el activismo del inversor parte del conflicto de intereses entre los accionistas propietarios y los directivos o consejeros de las compañías (Jensen y Meckling, 1976), lo que origina diferentes mecanismos de control sobre las funciones y las decisiones estratégicas que llevan a cabo los directivos de las compañías, presionando a las partes ejecutivas no propietarias a enfocar sus decisiones hacia los intereses de sus inversores, y provocando una lucha de poder por el choque de objetivos, motivaciones e intereses en las relaciones entre accionistas, consejos de administración y altos directivos de las empresas (Ingle y van der Walt, 2004), si bien, en la actualidad hay argumentos que defienden una dinámica más colaborativa que competitiva en esta guerra por el poder de decisión entre accionistas

inversores y el equipo gestor y consejo de la compañía (Fisch y Sepe, 2018).

### ***Clasificación de inversores institucionales***

1.- *Compañías de seguros*: Una compañía de seguros proporciona cobertura a individuos y organizaciones contra todas las formas de pérdidas, incluyendo daños, lesiones, tratamientos o dificultades, a cambio del pago de una prima (Bourgi, 2018). Las compañías de seguros gestionan carteras complejas que implican una variedad de riesgos y financian sus operaciones utilizando varios métodos, incluyendo la emisión de primas suscritas que son pagadas por los asegurados, el cobro de deudas subordinadas a los tenedores de deuda y la obtención de capital de los accionistas (Milidonis y Stathopoulos 2011, citados por Alshabibi 2017).

2.- *Fondos de pensiones*: Los fondos de pensiones son una categoría muy amplia de inversión que paga la jubilación de trabajadores. Por lo general, asignan una parte del salario mensual de un empleado a una cartera de jubilación, con contribuciones hechas por empleados, empleadores o ambos (Bourgi, 2018).

3.- *Mutual funds*: Los fondos mutuos son quizás la clase más conocida de inversores institucionales. Un *mutual funds* es esencialmente una empresa de inversión de capital variable que agrupa dinero de inversores individuales en un fondo controlado por un gestor de carteras (Bourgi, 2018). *Los mutual funds* son vehículos de inversión comunes diseñados para inversores que buscan entrar y salir de un mercado o empresa en un corto período de tiempo; estos inversionistas tienen derecho a retirar sus inversiones en cualquier momento (Monks y Minow 2011, citados por Alshabibi 2017).

4.- *Hedge funds*: Los *hedge funds* son una clase de inversiones alternativas que utilizan fondos mancomunados para generar rendimientos superiores a los del mercado.

La organización generalmente consiste en una sociedad limitada de inversores que utilizan métodos de alto riesgo para generar grandes ganancias de capital (Bourgi, 2018). los *hedge funds* están mejor cualificados para actuar como supervisores informados de sus empresas participadas que otros tipos de inversores institucionales (Alshabibi, 2017). BlackRock y Viking Global Investors dos de los hedge funds más conocidos.

5.- *Fondos soberanos*: Los fondos soberanos son fondos de inversión de propiedad estatal, de gran tamaño, cuya base de activos se deriva de las reservas de un país y que se ha reservado para el ahorro intergeneracional, la gestión de reservas, la estabilización fiscal, los beneficios de jubilación o el desarrollo. La mayor parte de la financiación de los fondos soberanos procede de excedentes presupuestarios y comerciales o de los ingresos generados por las exportaciones de recursos naturales (Brigandi y Ortel, 2018).

6.- *Fondos de dotación*: Un fondo de dotación es un tipo de inversión establecido por una fundación que retira dinero del capital invertido. Tienen una vida perpetua y no tienen una corriente de responsabilidad definida. Los fondos de dotación suelen ser utilizados por universidades, institutos religiosos y otras organizaciones sin fines de lucro para promover su causa o proceso operativo. Las contribuciones a estas entidades se realizan normalmente a través de donaciones (Bourgi, 2018). Ningún propietario de activos tiene un horizonte temporal más largo o es capaz de asumir un mayor riesgo (Brigandi y Ortel, 2018).

## ***2.2. El buen gobierno corporativo buscado por el inversor institucional***

La revisión bibliográfica que se ha llevado a cabo a partir de los artículos y trabajos publicados en distintas revistas académicas nacionales e internacionales, ha puesto de manifiesto la relevancia de la inversión institucional con un 41% de la capitalización del mercado mundial (De La Cruz, Medina, & Tang, 2019), y cuyo objetivo principal es intermediar para maximizar las ganancias que invierten en nombre de sus beneficiarios finales, junto a su interés sobre la calidad del gobierno corporativo en las empresas donde invierten (Agudo et al., 2010; Alina & Bogdan, 2015; Bhandari & Arora, 2016; Cuomo et al., 2016; Duan & Jiao, 2016). En consonancia con el movimiento sugerido en la literatura, donde se vislumbra el cambio de modelo en la toma de decisiones y en la que basamos esta tesis, pasando de un sistema "*board centric model*" hacia un sistema "*shareholder centric model*", el inversor institucional podría impulsar la mejora en la calidad del gobierno corporativo exigiendo a las compañías en la que participan un mayor seguimiento de las recomendaciones de buenas prácticas de los códigos de buen gobierno (Coffee Jr & Palia, 2015).

Con el objetivo e inquietud en la presente tesis de analizar las correlaciones existentes entre la propiedad institucional y las decisiones de gobierno corporativo, en este capítulo se profundiza en los intereses e influencia de los accionistas institucionales sobre el cumplimiento de las recomendaciones de buenas prácticas plasmadas en los códigos de buen gobierno

### ***2.2.1. El interés del accionista por controlar la calidad del gobierno corporativo. En búsqueda de la mejora de gobierno corporativo***

Aunque las definiciones de gobierno corporativo varían, existe un núcleo claro de valores comunes sobre lo que se entiende como “el buen gobierno corporativo”, como son la transparencia, la rendición de cuentas, la efectividad o la ética, que reflejen diferentes culturas políticas y herencias institucionales de los países y entornos corporativos donde se aplican. Estos sistemas y procedimientos sirven de guía para la toma de decisiones responsables en las organizaciones, existiendo una estrecha relación entre la ética y la problemática que encierra el gobierno corporativo de cualquier compañía, no existiendo contradicción entre el objetivo de maximización de valor de la propiedad de la empresa y la preocupación por los intereses sociales de la compañía (Chaudhri, 2016; Fernandez-Fernandez, 1999).

Según lo que sugieren Alina & Bogdan, (2015), entre las soluciones para mejorar la calidad del gobierno corporativo, las más importantes deben referirse a: (a) perfeccionar los mecanismos para imponer los códigos de buenas prácticas de gobierno corporativo; (b) aumentar las responsabilidades y las competencias de los organismos principales hacia las políticas de gobierno corporativo; (c) medidas para mejorar la calidad de las explicaciones en las declaraciones de gobernanza; (d) introducir la obligatoriedad mediante la imposición de estándares mínimos de gobierno corporativo; (e) elaborar estándares de competencias profesionales específicas para los miembros del consejo de administración; y (f) asegurar auditorías de gestión que muestren no solo el desempeño financiero sino también el social y el ambiental. Además, como parte de la tarea y responsabilidad del consejo de administración de las compañías se encuentra la función

de proporcionar a la dirección ejecutiva toda la información necesaria para el éxito del sistema de gobierno corporativo, así como para el cumplimiento de las obligaciones reflejadas en el Código de Buen Gobierno (Farrell & Cobbin, 1996). Además de respetar las leyes y reglamentos en general, y en particular, velar por las relaciones con todos sus grupos de interés, entre los cuales sus accionistas e inversores institucionales son parte implicada con peso cada vez más relevante, de forma directa o indirecta, a través del asesoramiento recibido por parte de los *proxy advisors* (Fagan, 2018). Por ejemplo, un punto de interés importante para los accionistas, es la remuneración del consejo de administración. Si bien la compensación del consejo suele ser el tema más frecuente del compromiso del consejo, cada tipología de compañía plantea distintos tipos específicos de problemas salariales que varían según el tamaño de las empresas (Tonello & Gatti, 2019). Distintas relaciones han sido estudiadas, como por ejemplo Aggarwal, Saffi, y Sturgess (2015), en su análisis sobre el nivel de influencia del activismo, encuentran que la recompra de acciones para mantener el derecho a voto en fechas próximas a las juntas generales de accionistas, se encuentra asociada a un menor apoyo de las propuestas del consejo sobre los planes de compensación de consejeros, incrementando el número de votos sobre propuestas que provienen de accionistas institucionales. O adicionalmente Marquardt y Wiedman (2016), demuestran que el inversor institucional influye en aspectos tan relevantes los planes de compensación y transparencia, la intensidad de los incentivos y en la mayoría de las votaciones para la adopción de acuerdos trascendentales.

### ***2.2.2. Los códigos de buen gobierno como sistema de control en manos de los accionistas***

Existen argumentos científicos como el de Bushee & Noe, (2000), sugiriendo que debido al volumen de participación de los inversores institucionales, estos prestan mucha atención al gobierno corporativo de la empresas, ya que es una medida de transparencia, confiabilidad y buenas prácticas. Según estos autores, los inversores institucionales consideran que las empresas con mejores hábitos de gobierno corporativo tienen menos riesgos en su actividad de inversion, y en consecuencia, controlar la ejecución de buenas practicas y las decisiones de un buen gobierno corporativo parece ser un objetivo importante para la propiedad institucional, además de ser un factor decisivo a la hora de elegir las empresas en las que invertir.

Sin embargo, la literatura refleja otros argumentos dispares, exponiendo que la mejora del gobierno corporativo no tiene que venir necesariamente precedida por la presencia de inversión institucional en sí misma. Es decir, la inversión institucional no tiene una relación directa con la calidad de gobierno corporativo o el grado de participación de la propiedad en su mejora (Çelik & Isaksson, 2013). Tal vez porque existen grandes diferencias en la participación de la propiedad en relación al gobierno corporativo dentro de las distintas categorías de inversores institucionales y que definen el modelo de negocio del inversor institucional. De acuerdo a Çelik & Isaksson, (2013), cuando la participación de la propiedad institucional no es una parte central de su modelo de negocio, es probable que las exigencias e intereses voluntarios destinados a mejorar la calidad del gobierno corporativo de la compañía tengan un efecto limitado. Otras opiniones también esclarecen la idea que la confianza de los inversores institucionales pasa por la calidad de la gobernanza y el cumplimiento de sus métricas y

recomendaciones, y que ignorar los aspectos cualitativos de esta gobernanza pueden, en última instancia, obstaculizar el desempeño corporativo (Gregory, 2018).

Tal y como expone Cuervo, (2002), y se explicó previamente, el gobierno corporativo se utiliza como mecanismo de influencia sobre los grupos de poder en las empresas, que facilita el control sobre la gestión y con el objetivo de conseguir la maximización de su valor. Sin embargo, hay limitaciones en la eficiencia del gobierno corporativo provocadas por el desequilibrio entre el control de la compañía y la protección de sus accionistas. Esta es la razón por la que los sistemas de gobierno corporativo afectan a las relaciones entre accionistas, consejo de administración y equipo directivo. Y para reducir estas limitaciones nacen dos mecanismos básicos de control: los inversores institucionales como sistema de control por parte del mercado y los códigos de buen gobierno como sistema de control por parte de los accionistas (Cuervo, 2002).

Parece que como parte de la solución al problema clásico de agencia, que procede de la separación de intereses entre la propiedad y el control de la empresa, generando problemas potencialmente mayores con la dispersión de la propiedad y el incremento de acciones en libre circulación (*free float*) (Fama & Jensen, 1983), *practitioners* y académicos proponen potenciar las prácticas de buen gobierno, estableciendo disciplinas, y controlar la gestión de los directivos, enfocándola hacia prácticas más eficientes (Osma & de Albornoz Noguera, Belen Gill, 2004). Por tanto, los códigos de buen gobierno aparecen ante la necesidad de resolver las preocupaciones de la teoría de agencia, además de mejorar la calidad del gobierno corporativo de las compañías, estableciendo los mecanismos necesarios para garantizar la supervivencia de la empresa a largo plazo, en la defensa de los intereses de todos los accionistas (Osma & de Albornoz Noguera, Belen Gill, 2004) y con el propósito de ayudar a las empresas a mejorar la eficiencia de sus mecanismos de gobierno (Bilbao-Calabuig & Rúa-Vieites,

2007). Aún así, sugiere (Cuervo, 2002), el “*shareholder control system*” de los códigos de buen gobierno tiene limitaciones por las diferencias de gestión y la diversidad de accionistas, por ello argumenta que los esfuerzos deberían estar enfocados en mejorar los mecanismos de control del mercado – “*market control system*” – para obtener la maximización del valor para la compañía.

Tal y como definen Weil et al. (2002) y Agudo et al. (2010), un Código de Gobierno Corporativo es “un conjunto de principios no obligatorios, estándares o buenas prácticas, formulados por un determinado colectivo y relacionados con el gobierno de las organizaciones. El código suele estar formado por recomendaciones o sugerencias sobre la conducta de las corporaciones y de sus miembros, y generalmente, se parte del supuesto de que el mercado valorará positivamente su cumplimiento y que por tanto motivará a las compañías a seguirlo (Agudo et al., 2010). Todos los códigos sobre buen gobierno en Europa apuestan por la voluntariedad en la aplicación de las recomendaciones, mostrando ligeras diferencias en lo referente a la publicidad de la información corporativa, aunque en algunos de los países se exige la elaboración de un documento en el que se especifique el grado de cumplimiento con las medidas aconsejadas, como es el ejemplo del Informe Anual de Gobierno Corporativo en España, (Agudo et al., 2010).

La importancia que se les otorga proviene de multitud de expertos que promueven y publican los códigos de buen gobierno en el mundo, y que además proceden de ámbitos tan variados como los mercados de capitales, las asociaciones patronales, las asociaciones de accionistas, los fondos de pensiones y de inversiones, los sindicatos, las universidades, entre otros (Bilbao-Calabuig & Rua-Vieites, 2007) y se considera que la existencia de una guía de buenas prácticas y su cumplimiento para la mejora del gobierno corporativo, hace que las compañías sean cada vez más competitivas en un

mercado internacional (Lozano, 2000).

Las recomendaciones del código de buen gobierno contienen instrucciones específicas sobre información de determinadas cuestiones, entre ellas: política de selección y tipología de consejeros, procedimientos y dinámicas que afectan al funcionamiento del consejo o políticas de las distintas comisiones gestoras, entre otras (Del Río, 2015). En España, el nuevo código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, elaborado con el apoyo y asesoramiento de la comisión de expertos y aprobado por Acuerdo del Consejo de la CNMV de 18 de febrero de 2015, diferencia aquellas cuestiones que deben ser propuestas para la mejora del marco normativo vigente, lo que ha dado lugar a la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo, de las que han de constituir recomendaciones de seguimiento voluntario que son las que se contienen en este código de buen gobierno (Ortega, 2020). Es decir, no se obliga al cumplimiento de las recomendaciones, pero sí a su publicidad e información, lo cual hace referencia al conocido principio anglosajón *comply or explain*, es decir, cumplir o explicar (Agudo et al., 2010).

Las reformas y actualizaciones llevadas a cabo en las recomendaciones de buen gobierno corporativo han pretendido suplir las deficiencias legales locales, con el fin de ofrecer una mayor protección a inversores dónde existía deficiencia de esta cobertura legal. Las prácticas de gobierno se adoptan de distinta manera en países con entornos de protección legal diferente. En general, en los países donde la protección legal es más débil (ley civil), recogen un mayor número de recomendaciones de buen gobierno, observándose una evolución de los códigos en el tiempo hacia una mayor cobertura de los inversores, intentando suplir las deficiencias en el entorno legal e institucional. Es decir, recogiendo una mayor protección para el inversor (Lopez Iturriaga & Pereira do Carmo, Ma Liduina, 2006). Adicionalmente, sobresale una deficiencia en el enfoque de

los códigos de buen gobierno, debido a su falta de atención a las diferencias culturales y fondo histórico que deben ser tomadas en cuenta en el establecimiento de la gobernanza corporativa, siendo poco probable que un enfoque único para el gobierno corporativo pueda funcionar adecuadamente (Bilbao-Calabuig & Rodríguez-Carrasco, 2012).

### ***2.2.3. Cumplimiento y seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno por parte de las empresas***

El seguimiento de las recomendaciones de buenas prácticas de gobierno ha sido muy variable. Aunque las empresas siguen parte de las recomendaciones de buen gobierno, el cumplimiento dista de ser completo y varía según el sector de actividad (Osma & de Albornoz Noguera, Belón Gill, 2004)

De acuerdo con Bilbao-Calabuig & Rodríguez-Carrasco, (2012) desde que se publicó el primer informe, el cumplimiento fue muy bajo y parece que las empresas solo cumplieron las recomendaciones para mejorar su imagen sin la intención de mejorar la gobernanza de sus empresas. En general, concluyen estos autores, las empresas no siguen muchas de las pautas que proponen los códigos de buen gobierno, dando más poder a los consejeros. En un estudio previo Bilbao-Calabuig, (2003) concluye que la aparición de los códigos de buen gobierno provoca un impacto muy leve sobre las compañías estudiadas, cumpliendo aspectos formales esclarecidos por los inversores, pero no siguiendo plenamente las recomendaciones. Tal vez, es particularmente debido a la idiosincrasia y tipología de compañías que definen la propiedad y sus iniciativas de gobierno, y por ello las recomendaciones deberían estar sujetas a “pautas de comportamiento propias, cultura, situación y funcionamiento característico de cada país, y no homogeneizada”. Opinión también compartida años después por Jorgensen & Sorensen, (2012), quienes hablan de

un objetivo común de los códigos de buen gobierno en busca de valores públicos, tales como transparencia, responsabilidad, efectividad y legalidad, aunque estos valores pesan y son comunicados de forma distinta, acomodándose a las diferentes culturas locales.

Entre los argumentos de la falta de seguimiento o cumplimiento parcial de las recomendaciones del código de buen gobierno, la literatura refleja diversas explicaciones como la de Osma & de Albornoz Noguera, Belen Gill, (2004), quienes sugieren que tal vez sea por una falta de exigencia en el mercado o porque es costoso implementar los cambios en la estructura de gobierno que plantean las recomendaciones, proclamando mejoras en los sistemas de supervisión y control y un mayor grado de transparencia de las actuaciones de los equipos de gobierno, además de que determinados aspectos de la estructura de gobierno sean objeto de regulación por ley para defender los intereses de los accionistas y garantizar el buen gobierno corporativo. Adicionalmente, otros autores como Bilbao-Calabuig & Rodríguez-Carrasco (2012), justifican la falta de seguimiento de las recomendaciones a la tipología de propiedad de la compañía, especialmente cuando la familia fundadora es el accionista mayoritario, centrándose menos en aspectos como la independencia del consejo o la separación de funciones entre consejero delegado y presidente, por ejemplo. Por esta razón, sugieren los autores que las recomendaciones de gobierno corporativo, y el código en general, deberían adecuarse al contexto de cada país.

La pregunta que resurge en esta tesis, (Bilbao-Calabuig & Rúa-Vieites, 2007); es si el seguimiento de las buenas prácticas de gobierno por parte de las empresas está relacionado de alguna manera con la existencia de la inversión institucional en estas compañías. ¿Podría ser que lo que no han conseguido las recomendaciones de buen gobierno sujetas a la voluntad de los consejos de administración, lo puedan estar imponiendo los accionistas, y en particular los inversores institucionales?.

### ***2.3. La influencia del inversor institucional y su activismo sobre las decisiones de gobierno corporativo***

La argumentación científica que la literatura expone en cuanto al nivel de consecución de los objetivos propuestos por el activismo institucional, es diversa y no concluyente, tal como reflejan Bolaños-Hervás & Bilbao-Calubui (2020). A pesar de la creciente presencia de inversores institucionales en el capital de las empresas y su emporamiento, la evidencia empírica no demuestra claramente los cambios qué relación de influencia e impacto existe en las estructuras y conductas de gobierno de las empresas habiendo diversidad de resultados y repercusiones encontradas indistintamente a favor y en contra (Gillan & Starks, 1998; Gillan & Starks, 2000; Karpoff, 2001; Marquardt & Wiedman, 2016), citados por Bolaños-Hervás & Bilbao-Calubui (2020). Por ejemplo, si bien, los investigadores inciden en que el activismo que busca cambios de las estructuras de gobierno, puede ser una herramienta exitosa para mejorar el desempeño de la empresa, o que que el inversor institucional como propietario actúa como control externo de la gobernanza, con un impacto directo en las actividades, dinámicas y decisiones que toma el consejo de administración (Gillan & Starks, 2005), otros argumentos distintos sugieren que si el objetivo activista se enfoca en una mejora del rendimiento accionarial, la influencia del inversor institucional en llevarlo a cabo pierde su efecto. (Marquardt & Wiedman, 2016), citados por Bolaños-Hervás & Bilbao-Calubui (2020).

La idea perseguida de que el empoderamiento de los inversores institucionales crea valor, basándose en el efecto que produce sobre la riqueza de los accionistas, se investiga también científicamente asociado con la posibilidad de nominar a los consejeros miembros del consejo de administración por parte de los inversores (*proxy access*), aunque igualmente con conclusiones dispares (Akyol, Lim, & Verwijmeren, 2012). Los resultados obtenidos demuestran que las empresas cuyos accionistas tienen la

posibilidad de proponer a sus consejeros y hacen uso de este derecho, experimentan retornos anormales y más negativos. Sin embargo, observan reacciones positivas del mercado cuando disminuye esta posibilidad de nominación.

### ***Mecanismos de influencia del inversor institucional sobre las decisiones de gobierno corporativo***

En cuanto a los mecanismos de influencia más efectivos, la literatura refleja igualmente la poca evidencia encontrada. Autores como Bushee et al., (2013), exponen que sólo un 10% de los inversores institucionales son sensibles a los diferentes mecanismos de gobierno, reflejando distinto efecto sobre el gobierno corporativo de las empresas donde invierten en función del mecanismo utilizado (Aguilera et al., 2015; Goranova & Ryan, 2014) citados por Bolaños-Hervás & Bilbao-Calabuig (2020). Los mecanismos de influencia del activismo accionarial más comunes, identificados por Bolaños-Hervás & Bilbao-Calabuig, (2020) son: (1) relaciones personales; (2) propuestas al consejo para ser votadas; (3) ejercicio del voto en las juntas generales de accionistas.

### ***Comunicación y relaciones personales “behind the scenes”***

Este mecanismo se basa en las relaciones personales, conversaciones privadas y confidenciales entre inversores y consejeros para conseguir (Aggarwal et al., 2015; Sahut & Gharbi, 2010), citados por Bolaños-Hervás & Bilbao-Calabuig, (2020). La literatura sugiere que la dificultad de acceso a esta información no ha posibilitado profundizar en su capacidad de influencia (Rose y Sharfman, 2014), aunque esta teoría defiende de que el activismo opera y funciona a través de relaciones de influencia y no de control o autoridad. Tal y como reflejan Bolaños-Hervás & Bilbao-Calabuig, (2020),

en estas conversaciones privadas surge la “amenaza” de salir de la empresa por medio de la desinversión en la compañía si no se cumplen determinados requerimientos, conocido como “votar con los pies”, a lo que la empresa responde con determinadas acciones y movimientos a nivel de consejo de administración (Goranova y Ryan, 2014),

### ***Propuestas al consejo sujetas a votación***

Es mecanismo es utilizado por el inversor institucional para que voz se pueda oír en los asuntos de gobierno corporativo incluidos en los puntos del día de las juntas generales de accionistas (Frank y Daniel, 1991). Con este fórmula el inversor institucional ejerce su derecho a proponer sus sugerencias y opiniones a través un mecanismo formal, aunque argumentos en contra hablan de que esta acción conlleva el riesgo de no dejar trabajar correcta y libremente a los consejos de administración (Foley, 2015).

Una de las propuestas más comunes consiste en nominar a determinados consejeros para que sean posteriormente nombrados y les puedan representar en el consejo de administración, proceso conocido como “*proxy access*” (Kahan & Rock, 2011), citados por Bolaños-Hervás & Bilbao-Calabuig (2020). La literatura refleja que este mecanismo pretende evitar la influencia directa del *CEO* sobre la elección o reelección de los miembros del consejo (Shivdasani & Yermack, 1999; Wade et al., 1990 citados en Campbell, Campbell, Sirmon, Bierman, & Tuggle, 2012) citados por Bolaños-Hervás & Bilbao-Calabuig (2020).

### ***Ejercicio del voto en las juntas generales de accionistas***

Como tercer mecanismo para poner en práctica el ejercicio activista, se encuentra el ejercicio del voto en las juntas generales de accionistas, votando a favor o en contra de los puntos incluidos en el orden del día de la junta. Como refleja la literatura, es la manera más directa de expresar la opinión y aceptación de las políticas de gobierno

corporativo que las empresas llevan a cabo y poder redirigir las estrategias de gobierno según los intereses del inversor institucional (Fischer et al., 2009; Sauerwald et al., 2016) citados por Bolaños-Hervás & Bilbao-Calabuig (2020).

### ***Proxy advisor: mecanismo intermediario en la influencia del inversor institucional***

Los *proxy advisors* son empresas independientes que actúan como asesores externos del inversor institucional ante las votaciones que realizan en las juntas generales de accionistas. Es decir, recomiendan sobre el sentido del voto en cada una de las propuestas de gobierno corporativo que aparecen en el orden día de la junta, por lo que de forma indirecta influyen en las decisiones de gobierno corporativo que se llevan a cabo en la empresa (Choi et al., 2008). Como refleja la literatura, su influencia ha crecido de forma notable y global en la última década (McCahery, Sautner, y Starks, 2016; Tingle, 2014), citados por Bolaños-Hervás & Bilbao-Calabuig (2020), sugiriendo que la mayoría de los inversores institucionales utilizan estos asesores de voto, influyéndoles positivamente a la hora de decidir en el sentido de su votación (Aggarwal et al., 2015; Iliev & Lowry, 2015), si bien, la literatura también expone argumentos no concluyentes, en cuanto a la validez de las recomendaciones que realizan estos “asesores de voto”, así como de su efectividad como mecanismo intermediario en el ejercicio del activismo, poniendo encima de la mesa dudas en cuanto al beneficio último que obtiene el accionista, tras el seguimiento que realizan los inversores institucionales de las recomendaciones ofrecidas por los *proxy advisors*, así como de la mejora de la calidad de gobierno corporativo generado tras sus recomendaciones (Belinfanti, 2008; Ingleby & van der Walt, 2004), citados por Bolaños-Hervás & Bilbao-Calabuig (2020).

### ***2.3.1. Influencia del inversor institucional sobre las buenas prácticas de gobierno corporativo***

La investigación científica en torno al activismo se ha detenido en la incidencia sobre la mejora del gobierno corporativo (Aggarwal, Erel, Ferreira, & Matos, 2011; Bhandari y Arora, 2016; Karpoff, 2001; Wahab, How, & Verhoeven, 2008).

Estudios como el de Karpoff (2001) concluyen que el proceso activista puede provocar cambios en el gobierno de las empresas considerándolo como una herramienta exitosa para mejorar el desempeño de la empresa y evidenciando su influencia en gobiernos corporativos cambiantes, siempre relacionados con altos niveles de propiedad institucional. Posteriormente, Wahab, How, y Verhoeven (2008) encuentran una relación directa y positiva entre la mejora del gobierno corporativo y la propiedad institucional, estableciendo un vínculo directo entre la inversión institucional y la adopción de mejores prácticas de gobierno corporativo que promuevan la responsabilidad corporativa y empoderen a los accionistas. O Bhandari y Arora (2016) revelan que el activismo tiene un impacto significativo en la calidad del gobierno corporativo, ayudando a reforzarlo. Si bien, ponen de manifiesto que, aunque el interés suscitado por la mejora de gobierno corporativo creció al finalizar la crisis financiera de 2008, con el objetivo de potenciar el desempeño corporativo, el trabajo empírico ha sido limitado sobre los factores que influyen en la calidad del mismo.

El consejo de administración es utilizado como mecanismo de gobierno corporativo, donde su eficiencia se demuestra mediante el alineamiento de los intereses de los accionistas y la dirección ejecutiva de la empresa, lo que resulta en un buen gobierno corporativo (Bhandari & Arora, 2016). Si bien, como concluyen estos autores, la propiedad de la empresa ejerce influencia sobre el consejo a su favor y no siempre afecta

positivamente las buenas prácticas de gobierno de la empresa. Este mecanismo de influencia a través del consejo de administración, con el propósito de repercutir en el éxito y eficiencia empresarial, no tiene por qué ir en paralelo a la gobernanza de las compañías, aunque el cambio de estructura de la propiedad y el balanceo en el peso de poder que obtiene el consejo, afectan directamente a los mecanismos de control de las empresas, repercutiendo en la rentabilidad de las mismas (Bilbao-Calabuig, 2003).

La literatura refleja desde hace más de treinta años que el poder de voto de los grandes inversores es utilizado para influir en el comportamiento del consejo de cara a obtener una mejor gobernanza corporativa (Shleifer & Vishny, 1986), aunque ha habido argumentos positivos y negativos a lo largo de la historia en relación a la influencia del inversor sobre la mejora en la calidad de la gobernanza de las empresas (Hill, 2017). Desde sus inicios, la teoría de agencia (Jensen & Meckling, 1976), sugiere que debido a la amplia dispersión de las acciones, el control directo de los accionistas se ve obstaculizado, lo que pone en tela de juicio la efectividad de la democracia y el activismo de los accionistas sobre la calidad del gobierno corporativo de las empresas en las que invierten (Amao & Amaeshi, 2008) De igual forma, argumento en contra de la influencia positiva es la que expone (Heinrich & Pleines, 2006) quienes concluyen que el desempeño del gobierno corporativo de una empresa será bueno si las regulaciones legales son propicias a los accionistas mayoritarios y que la estructura de propiedad no tiene un impacto significativo en las prácticas de gobierno corporativo.

Opiniones contrarias consideran, que si bien el activismo de los accionistas no ha sido consistente en relación con el seguimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo, los accionistas que tienen participaciones significativas pueden mejorar la calidad de su gobierno corporativo ya que la propiedad concentrada reemplaza la acción colectiva deseada por los accionistas dispersos (Duan & Jiao, 2016) Este activismo de los

inversores institucionales persigue, a través de la influencia en el gobierno corporativo de las empresas, objetivos agresivos y bien definidos, actuando como agentes de cambio corporativo, mejorando tanto el mercado a corto plazo como el desempeño operativo a largo plazo de las empresas en la que participan (Boyson & Mooradian, 2011). Los inversores activistas agresivos, sugieren Boyson & Mooradian (2011), proporcionan fuertes ganancias para sus propios partícipes, en comparación con las ganancias de los inversores institucionales no agresivos y con un nivel de activismo más liviano, y demuestran que los inversores institucionales pueden disciplinar la gestión a través de cambios en el gobierno corporativo y pueden reducir los costes de agencia, en comparación con el impacto demostrado en la literatura previa sobre los esfuerzos del activismo de otro tipo de inversores. Concluyen que el activismo agresivo del inversor institucional y el activismo dirigido al cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno corporativo están fuertemente relacionados con la mejora en el desempeño a largo plazo de las empresas en las que participan. Esta teoría largoplacista del inversor coincide con el argumento sugerido por (Hill, 2017) quien fomenta activamente la participación de los accionistas, especialmente inversores institucionales, como un mecanismo central de responsabilidad y como parte integral de la rentabilidad corporativa sostenible a largo plazo, en donde los códigos de buen gobierno son parte del impulso internacional sostenido para una mayor participación de los inversores en el gobierno corporativo.

Otras voces, como la de Romano, (2001), sugiere que el activismo ejercido por los inversores institucionales con el propósito de mejorar el gobierno corporativo, conlleva implementar mayores controles internos redirigiendo los recursos aplicados en el activismo a su uso más valioso, como son la adopción y seguimiento de estándares de buenas prácticas de gobierno. De esta manera, expone Romano, al aumentar la

probabilidad de que los esfuerzos activistas institucionales mejoran la calidad de gobierno corporativo y el valor de las acciones de las empresas objetivo, el seguimiento de estas recomendaciones y buenas prácticas no solo beneficiarán a todos los accionistas de la empresa objetivo, sino que también alentarán a los inversores institucionales a cumplir con más atención sus obligaciones fiduciarias con sus partícipes.

Por su lado, Bhandari & Arora, (2016), concluyen que la calidad del gobierno corporativo de las compañías cotizadas no solo se ve afectada por el activismo de los accionistas, sino que dicha calidad de gobierno es contribuida de manera activa y positiva por los inversores institucionales, mientras que los accionistas individuales que poseen bloques importantes de participación, impactan en la calidad de gobierno negativamente. Por esta influencia positiva, Bhandari & Arora (2016) sugieren que una mayor participación activa del inversor institucional en el ejercicio de decisiones relevantes y rutinarias del consejo, ayudaría a una mejora constante del gobierno de la compañía. Paralelamente descubren que el índice de calidad de gobierno corporativo que proponen en su estudio aumenta significativamente debido a un mayor peso de la propiedad institucional, confirmando la opinión existente de que la presencia de la participación de inversores institucionales incrementa el nivel de conciencia y responsabilidad de las empresas, inspirándolas a adherirse a prácticas de buen gobierno.

Investigaciones más recientes como la de Estévez Mendoza, (2019), constatan igualmente que, aunque a través de bajos niveles de contribución, el grado de cumplimiento del código de buen gobierno se asocia positivamente con el desempeño de las empresas estudiadas. El aumento de la participación de los accionistas que poseen grandes bloques de propiedad tiene un impacto positivo en el valor de la empresa. Los inversores institucionales, sin embargo, aún teniendo grandes participaciones en la compañía, muestran una actitud pasiva hacia el gobierno corporativo, y por lo tanto, tienen un

impacto insignificante en el rendimiento de la empresa (Sarkar & Sarkar, 2000). Posteriormente, Love & Klapper, (2002) determinan factores potenciales en la calidad del gobierno corporativo y descubren que las empresas con mejores perspectivas de crecimiento futuro tienen una mayor motivación para adoptar mejores prácticas de buen gobierno, esta potencialidad de crecimiento puede suscitar interés por parte del inversor institucional. Sin embargo, no concluyen con una relación directa entre el tamaño de la compañía y el seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo.

Por su lado, Durnev & Kim, (2005) encuentran tres variables principales que empujan el buen gobierno corporativo y que están relacionadas con la propiedad de las compañías y su potencial de inversión. Las oportunidades de crecimiento, la necesidad de financiación externa y la concentración de propiedad impulsan a las empresas a adoptar mejores prácticas de gobierno, y aquellas compañías cotizadas en países con una protección legal hacia el inversor más débil, adoptan igualmente mejores prácticas de gobierno corporativo. Opinión parecida es la de (Di Miceli da Silveira, Alexandre, Leal, Carvalho, & Barros, Lucas Ayres B De C, 2007), quienes descubren que la presencia de la familia como accionista se asocia negativamente con la calidad de las prácticas de gobierno corporativo, mientras que la presencia de los grandes inversores afecta positivamente. Sin embargo, y en contra de esta línea teórica, Anand, Milne, & Purda, (2006) descubren que la presencia de accionistas con grandes bloques de participación, tienen un impacto negativo en la adopción de mejores prácticas de gobierno corporativo, mientras que en las empresas con participaciones más diluidas, donde la existencia de oportunidades de inversión es mayor, afecta positivamente.

A continuación, se muestran las cinco hipótesis con la que se pretende ***contrastar la relación entre la presencia de inversores institucionales en el capital de las empresas con el seguimiento de recomendaciones de buenas prácticas de gobiernos corporativo:***

- H1. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con *el cumplimiento global de las recomendaciones de buen gobierno corporativo*.
- H2. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con *el seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno corporativo referentes a la composición y estructura del consejo de administración*.
- H3. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con *el seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno corporativo referentes a la independencia del consejo de administración*.
- H4. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con *el seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno corporativo referentes a la retribución del consejo de administración*.
- H5. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con el seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno corporativo referentes al *nombramiento de consejeros*

### ***2.3.2. Influencia del inversor institucional sobre las conductas, comportamientos y dinámicas del consejo de administración***

El accionista también puede influir sobre las dinámicas y procesos que se generan en el seno del consejo y que afectan al cumplimiento efectivo de sus funciones y desempeño del mismo (Maharaj, 2009; Pugliese et al., 2009; Zona & Zattoni, 2007; Wang & Ong, 2005). Es decir, la mejora de gobierno corporativo buscada por el accionista, también puede ser obtenida influyendo sobre las dinámicas comportamentales del consejo de administración a través de un mejora de su desempeño (Ingley & Van Der Walt, 2005). Las investigaciones realizadas sobre la efectividad del consejo de administración y sus decisiones sobre gobierno corporativo se han centrado históricamente en la supervisión de gestión y la provisión de recursos, aunque los resultados de estos estudios no han sido realmente concluyentes (Hillman et al., 2008). Muchas de las investigaciones previas llevadas a cabo han estimado relaciones simples entre las características del consejo y su rendimiento (Dalton et al., 1998), pero concluyendo con resultados contradictorios (Pugliese et al., 2009). La relación entre los atributos, estructuras y organizaciones del consejo y su desempeño, ha abierto sendos debates teóricos a lo largo de la historia académica (Bhagat & Black, 2002; Dalton et al., 1998; Hermalin & Weisbach, 2003), llegando a la conclusión generalizada, de que la influencia del consejo de administración sobre el rendimiento corporativo y su gobierno, es mucho más compleja de lo que se suponía, existiendo relaciones indirectas y moderadores que afectan a esta relación, promoviendo distintos procesos dentro del consejo de administración.

A pesar de que en los últimos veinte años el interés académico sobre consejos de administración ha ido en aumento, no ha proliferado tanto el estudio sobre el desempeño del consejo entendido como la toma de decisiones que lleva a cabo e implica un estilo

propio de gobierno corporativo, y su relación con los procesos, dinámicas y conductas que se producen entre consejeros y la propia organización del consejo. La explicación de la liviana profundización en este tema puede encontrarse en la dificultad para acercarse y adentrarse en los propios consejos de administración, y acceder a la información en este campo de investigación, tal cual ya planteaban van Ees et al., (2008). Aunque diversos estudios académicos han intentado adentrarse en los comportamientos y dinámicas del consejo, ha habido pocos intentos de desarrollar y explorar direcciones alternativas (Daily et al., 2003; Hambrick et al., 2008; Gabrielsson & Huse, 2008). Sigue existiendo la necesidad de profundizar en la investigación de consejos de administración desde perspectivas distintas, que pueden condicionar tanto sus decisiones de gobierno, sus estructuras y su desempeño.

Tal y como ya proponen hace tiempo Gabrielsson & Huse, (2004), es necesario llevar a cabo análisis más profundos para comprender el verdadero funcionamiento del consejo y así poder influir sobre él para poder mejorarlo. Contextualizarlos social, cultural e institucionalmente (Davis & Useem, 2002). Investigar interacciones entre consejeros, nuevas organizaciones y estructuras y procesos intermedios entre el consejo y los resultados corporativos, que deriven en comportamientos y tomas de decisiones diferentes (Gabrielsson & Winlund, 2000), tales como liderazgo, cumplimiento de reglas, y adicionalmente, ver cómo evolucionan a lo largo del tiempo (Huse, 2005).

La historia nos ha mostrado como, a pesar de normas cada vez más estrictas sobre los consejos de administración y sus formas de proceder, se han sucedido fracasos en la gobernabilidad de las grandes compañías, a pesar de sistemas de gobierno corporativo, a priori, bien estructurados y organizados. Casos fraudulentos sucedidos en años pasados han demostrado que crear las condiciones propicias para un buen control corporativo, no garantiza los resultados que los inversores puedan estar buscando. A pesar de que las regulaciones presionan hacia un control y supervisión de la cúpula

directiva de las compañías, a través de un consejo de administración independiente y bien formado, la realidad es que el desempeño y eficacia del consejo de administración no siempre están en sintonía con lo que debería ser un buen gobierno corporativo, en el que ha existido, de partida, plena confianza en el órgano de gobierno, presuponiendo que sus tareas y funciones se desarrollarán perfectamente y de acuerdo a lo diseñado en los estándares del buen gobierno (van Ees, et al., 2008).

Si bien el control y supervisión del equipo directivo por parte del consejo han sido la base de estudio durante décadas para garantizar la eficacia del gobierno corporativo de las empresas (Jensen & Meckling, 1976; Zona & Zattoni, 2007), dónde el rendimiento y valoración de la compañía han sido motivo de análisis y amplio estudio durante las últimas tres décadas (Larcker, Richardson, & Tuna, 2005), la distribución de poder, la influencia del comportamiento y el funcionamiento interno del consejo, han ido tomado protagonismo en una corriente de estudio alternativa (Brennan & Solomon, 2008; Forbes & Milliken, 1999; Zona & Zattoni, 2007). En este sentido la literatura académica ha reflejado avances y resultados obtenidos tras diversas investigaciones en la última década. Como por ejemplo, Mande et al., (2013) en su estudio demuestran la relevancia de los procesos que se generan internamente a la hora de explicar el desempeño del consejo y las decisiones tomadas por sus consejeros, unido a otros trabajos que ponen de manifiesto las variables exitosas para definir los distintos procesos y dinámicas sobre las que influir (Maharaj, 2009; Zona & Zattoni, 2007 ; Wang & Ong, 2005).

Esta perspectiva teórica resurge hace ya dos décadas para indagar sobre los procesos que realmente se generan en el consejo, a partir de roles distintos, más allá de la función clásica de control (Zahra & Pearce, 1989), combinando organización, estructura y composición del consejo como impulsor de determinados comportamientos y conductas sobre los que los accionistas pueden influir en búsqueda de un mejor gobierno corporativo, y en lugar de considerar de forma aislada cada características del consejo

(Finkelstein & Mooney, 2003; Huse, 2005; McNulty & Pettigrew, 1999). Es decir, desde sus inicios esta corriente teórica pretende analizar de una forma más profunda el desempeño del consejo de administración a través del estudio del comportamiento que se genera por su estructura, organización y renovación (Forbes & Milliken, 1999; Hillman & Dalziel, 2003; Pettigrew, 1992). Este conocimiento sobre las conductas del consejo de administración permite afianzar la confianza de los inversores a la hora de influir sobre las mismas, y conseguir una mejora en la gobernanza corporativa de las empresas donde invierten (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004; Hermes, et al., 2006).

***La capacidad de influencia del accionista sobre el comportamiento del consejo de administración: Teoría de agencia Vs Teoría conductista***

La clásica teoría de agencia ha sido la dominante durante décadas para explicar el comportamiento del consejo de administración (Gabrielsson & Huse, 2004), desde que fue defendida por Jensen & Meckling, (1976), manifestando la necesidad de una estructura óptima de propiedad en defensa de los intereses de los accionistas, y por tanto, que maximizara la efectividad del desempeño del consejo y de su funcionamiento. Durante tres décadas, una amplia argumentación académica ha validado esta teoría de agencia, expresando que los directivos de una compañía no velan por sí solos por los intereses de los accionistas, lo que impulsa a tener un control sobre ellos por parte del consejo, implicando un coste adicional, conocido como coste de agencia (Jensen & Meckling, 1976).

La aparición de una corriente teórica alternativa, agudizándose en la última década y conocida como *“teoría conductista”* (Huse et al., 2012) se enfoca en un mejor entendimiento de los factores que rodean al consejo y que determinan su comportamiento, al margen de un modelo únicamente basado en su estructura y

características sobre los que los accionistas pueden influir persiguiendo un mejor gobierno corporativo acorde a sus intereses (Pettigrew, 1992). Las conductas, dinámicas y comportamientos que se producen en el seno de un consejo, resultan ser claves para el correcto desempeño del mismo (Brennan & Solomon, 2008; Forbes & Milliken, 1999; Huse, 2005; Zona & Zattoni, 2007). Entender el verdadero funcionamiento del consejo de administración, a través de los procesos intermedios con los que interactúan los consejeros para tomar sus decisiones y que finalmente repercutirán en el rendimiento de la compañía (Pettigrew, 1992; McNulty & Pettigrew, 1999; Roberts, McNulty, & Stiles, 2005), ha sido y sigue siendo un reto para investigadores y académicos, y sobre los que accionistas e inversores pueden focalizar sus esfuerzos de influencia y activismo.

Este modelo plantea centrarse sobre el comportamiento real del consejo, a través del estudio de las dinámicas y procesos que se generan en el mismo. Los análisis académicos, a raíz de Pettigrew, se han desarrollado a través de dos líneas teóricas con ciertas limitaciones cada una de ellas:

*a) Comportamiento basado exclusivamente en características y atributos del consejo.*

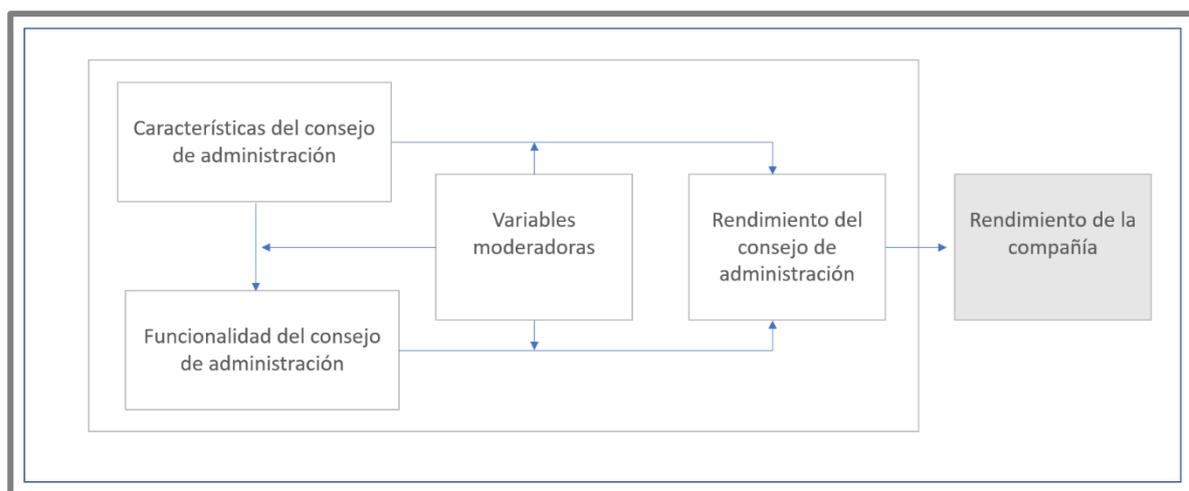
En estos estudios, no ha existido un análisis en profundidad sobre los procesos reales que se producen en la dinámica social del consejo de administración (Westphal & Zajac, 1998; Westphal, 1998).

*b) Comportamiento basado en la conducta y dinámicas reales del consejo.* Estudios empíricos, desarrollados especialmente en Europa, aunque con escaso alcance y en pequeña escala, donde es complicado extraer conclusiones generalizadas (Brennan & Solomon, 2008; Huse, 2005; McNulty & Pettigrew, 1999, Zona & Zattoni, 2007).

El sentido de la investigación en torno a consejos de administración ha cambiado hacia la complejidad de entender cómo y por qué se producen las dinámicas reales y de qué

manera afectan otras variables que actúan como modificadores de contexto de estos procesos y conductas (McIntyre & Murphy, 2008; Pye & Pettigrew, 2005). Sistemas distintos de gobierno corporativo, diferencias culturales, legales o institucionales, por ejemplo, hacen indiscutiblemente que los actores protagonistas, los consejeros, desarrollen su trabajo de forma distinta (Gabrielsson & Huse, 2004). Por tanto, existe un escalón previo, a falta de descubrir mucho más, entre la formación del consejo, sus características y atributos, y su repercusión real sobre la compañía y el valor que puede generar, como fin buscado por el accionista de la compañía.

**Cuadro 2. Flujo del modelo conductista**

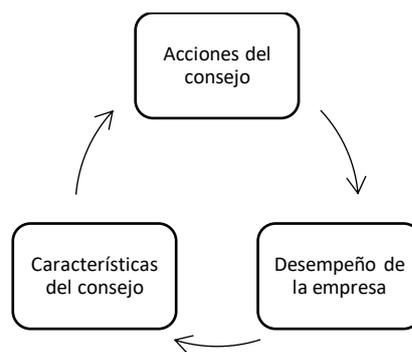


*Fuente: Adaptado de McIntyre & Murphy (2008)*

El modelo planteado por McIntyre & Murphy (2008) y presentado en la Figura 2, resume e introduce la complejidad del análisis conductista. El desempeño del consejo de administración depende tanto de las características, atributos y organización del consejo, como del propio funcionamiento de las tareas encomendadas a cada consejero, a título individual y como grupo de trabajo. Ambos factores están influenciados por variables de contexto, indiscutibles y distintivos del caldo de cultivo en el que se

desarrolla cada consejo de administración. Unido intrínsecamente a este modelo, se encuentra el problema de “endogeneidad” estudiado por Hermalin & Weisbach, (2003), en donde procesos y desempeño del consejo (las decisiones que llevan a cabo) determinan el rendimiento de la compañía. Y este rendimiento influye directamente, a su vez, sobre las características y atributos del consejo, que propician de nuevo sus procesos, dinámicas y comportamientos. Un círculo que se retroalimenta y que complica aún más la naturaleza de la conducta de cara a la toma de decisiones y desempeño (véase Figura 3).

**Cuadro 3. Endogeneidad del consejo**



*Fuente: Adaptado de Hermalin & Weisbach, (2003)*

***Interés del inversor institucional por mejorar el desempeño del consejo de administración: Toma de decisiones y cumplimiento efectivo de sus funciones***

Las teorías recogidas en la literatura hacen referencia a diversos papeles y funciones que el consejo ha de llevar a cabo y cuyo cumplimiento efectivo, buscado por el inversor institucional, se asocia al correcto desempeño del mismo. Aunque las tareas que cada consejero debiera desempeñar de forma individual, y por tanto obteniendo y aportando resultados particulares, y el trabajo desarrollado por el consejo en su conjunto, como

equipo y grupo de trabajo, no siempre coincide con la percepción de los propios consejeros cuándo se les pregunta cuál es su papel principal en el consejo (Daily et al., 2003; Gabrielsson & Huse, 2002; Zahra & Pearce, 1989).

Según el informe 2019 sobre Consejos de Administración en empresas cotizadas de la firma PricewaterhouseCoopers (PwC, 2019) ([www.pwc.es/es/financiero/consejos-administracion-empresas-cotizadas-decima-edicion.html](http://www.pwc.es/es/financiero/consejos-administracion-empresas-cotizadas-decima-edicion.html)), la renovación de los consejos, el denominado *board refreshment*, sigue siendo uno de los asuntos clave en materia de gobierno corporativo que suscita un mayor interés para el inversor institucional. Así, las compañías están configurando consejos más diversos y con profesionales preparados para abordar un escenario cada día más complejo, y donde es especialmente relevante el análisis de los conocimientos y experiencias de los nuevos consejeros. De acuerdo al informe de PwC, (2019), la valoración de los consejos sobre el desarrollo de sus principales funciones son por orden de importancia: (1) la aprobación de grandes inversiones de carácter estratégico, (2) la política de dividendos, (3) la gestión de operaciones vinculadas o dónde puedan existir conflicto de intereses, (4) las decisiones en política de inversiones, estructura financiera y societaria, (5) la política de control y gestión de riesgo, (6) política de gobierno y responsabilidad social corporativa, (7) aprobación del plan estratégico y por último, (8) la determinación de la estrategia fiscal. Por su lado, en la literatura académica aparecen validados estudios donde se agrupan las tres funciones principales del consejo que definen el desempeño valorado por el accionista (Westphal, 1999; Zahra & Pearce, 1989) : (1) supervisión y control; (2) aportación de recursos y función de servicio; (3) definición e involucración en la estrategia de la compañía.

La función de supervisión se refiere a la responsabilidad de los consejeros de supervisar y controlar a la alta dirección de la compañía, velando por los intereses de la parte accionarial a la que representan. El papel de supervisión y control del consejo se basa

en la teoría de agencia, que tradicionalmente se centra en el potencial de conflictos de intereses entre accionistas y dirección como consecuencia de la separación de intereses entre la propiedad y la gestión y dirección ejecutiva de la compañía (Berle & Means, 1932; Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976). Tal y como recuerda Osadnik (2016) en su tesis doctoral, la función de control o supervisión del consejo forma parte del sistema de control interno e incluye la función de auditoría, la función de gestión de riesgos, la función de comunicación y la función de evaluación del consejo, en consonancia con Hilb, (2012).

Un segundo papel de consejo se refiere a la aportación de recursos o función de servicio (Zahra & Pearce, 1989). La aportación de recursos incluye desde la legitimación, la experiencia y el asesoramiento, a la vinculación de la empresa con las partes interesadas externas, facilitando el acceso de la empresa a los recursos para ayudar en la formulación de estrategias. Desde una perspectiva basada en los recursos, se puede argumentar que la combinación de conocimientos especializados y experiencia (el capital humano y relacional del consejo) contribuyen positivamente a la toma de decisiones estratégicas (Hillman & Dalziel, 2003; Wijbenga et al., 2007).

La tercera de las funciones argumentadas por la literatura es la que se refiere a la definición e involucración en la estrategia de la compañía. La toma de decisiones a nivel de consejo de administración tiene un nivel estratégico determinante para la empresa, siendo este también una de sus principales funciones. Según la OCDE en sus principios reformulados de 2015, (OCDE, 2015), se expone que unas de las principales funciones del gobierno corporativo de una compañía consistía en *“definir la estrategia por medio de la cual se marcan las pautas y procedimientos, para tomar decisiones de asuntos corporativos”*. McNulty & Pettigrew, (1999) se refieren a la función de estrategia del consejo como aquellas actividades que forman decisiones estratégicas o modelan el contenido, el contexto y la conducta de la estrategia. Y otros autores como Lenssen et

al., (2005) argumentan que el papel estratégico del consejo tiene que ver con la contribución del consejo a la formulación de la estrategia y el control de su implementación y que las decisiones estratégicas incluyen aquellas sobre contratación, compensación y reemplazo de directivos (Barnhart et al., 1994).

En conclusión, la literatura apoya que el desarrollo de las funciones encomendadas a los consejeros de forma individual, y su ejecución como grupo, pueden determinar el desempeño global del consejo y cuya mejora es buscada por el inversor.

En definitiva, tal y como proponen Gabrielsson & Huse, (2004) y apoyan posteriormente McIntyre & Murphy, (2008) la conducta y el comportamiento de consejo en su conjunto, define en gran medida su desempeño y eficacia, afectando al cumplimiento efectivo de sus funciones y en búsqueda de la mejora de su gobierno corporativo. Esta es la razón por la que se cuestiona en esta tesis cómo se relaciona la existencia de propiedad institucional con distintas dinámicas generadas por el consejo de administración.

### ***Factores de influencia del inversor institucional sobre las conductas, comportamientos y dinámicas del consejo***

Dentro de los avances divulgados por la literatura, se hace referencia a la relación y el impacto de los procesos psicológicos y sociales que se producen en el consejo, tanto a nivel de consejero como a nivel de grupo, y que afectan directamente a la ejecución de las funciones y la toma de decisiones. Se identifican dos fenómenos de esta índole: “distanciamiento social” e “ignorancia plural”. El distanciamiento social (Westphal & Khanna, 2003) se produce por la lejanía que puede existir entre la cúpula ubicada en el consejo de administración y la dirección ejecutiva de la empresa, especialmente en su papel de control y supervisión, lo que puede repercutir, por ejemplo, en el trabajo conjunto de cara a desarrollar nuevas oportunidades y colaborar de una forma más

directa con el equipo directivo. Por su lado, la ignorancia plural aparece cuando en grupos de trabajo los miembros del equipo no expresan sus opiniones reales sobre los temas a tratar. No tienen confianza a expresar en público lo que realmente piensan. Westphal & Bednar, (2005) argumentan que el efecto de ignorancia plural se ha dado en casos de escándalos corporativos, donde el consejero se ha retraído y no expresado su verdadera opinión, a pesar de estar en desacuerdo o saber que se estaba actuando incorrectamente.

Existe otra visión en referencia a los procesos psicológicos y sociales del consejo que promueven el desempeño de sus funciones. Es la que aportan Forbes & Milliken, (1999), sugiriendo un modelo de efectividad del consejo en el que se deben desarrollar correctamente diferentes funciones y servicios, además de ejercer un papel de control y supervisión. Todo ello trabajando en cohesión y sintonía con el resto del grupo, aunque promoviendo tareas y funciones que susciten cierta discrepancia. Definen en su teoría tres constructos de procesos endógenos que incitan el desarrollo de tareas y el nivel de desempeño de cada una de las funciones del consejo: (1) normas de esfuerzo, (2) conflictos cognitivos y (3) uso del conocimiento y las competencias.

### ***Normas de esfuerzo y dedicación a las reuniones del consejo***

Las normas de esfuerzo se refieren al nivel de intensidad con el que cada consejero, a nivel individual, desarrolla su trabajo esperado. Las normas establecidas en el consejo ayudan a que cada consejero dedique mayor atención a sus tareas como miembro del consejo. Por tanto, las normas juegan un papel importante a la hora de regular la dedicación del papel que desarrolla cada consejero. Según Forbes & Milliken, (1999), aquellos consejos que promueven comportamientos con un mayor nivel de esfuerzo, tendrán mejores resultados en el desempeño de sus funciones y por tanto en la toma de decisiones de una forma efectiva. Visto de otro modo, con normas de esfuerzo más

exigentes se espera mejorar el desempeño individual de cada consejero (Zona & Zattoni, 2007). Por ejemplo, el esfuerzo del consejero para el desempeño de sus funciones está íntimamente relacionado con el número de reuniones que mantiene el consejo o el tiempo suficiente y de calidad que se dedica a las reuniones convocadas por el consejo. Las diferencias existentes entre el número de reuniones, el tiempo dedicado y la calidad de las mismas, desembocan en consejos con un mayor o menor nivel de compromiso.

Así se sugiere contrastar la siguiente hipótesis:

- H6. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con *el esfuerzo del consejo de administración, medido por el número de reuniones que se mantienen.*

### ***Conflictos cognitivos generados por la diversidad del consejo***

Los conflictos cognitivos o conflictos de intereses suelen estar motivados por los diferentes puntos de vista, percepciones y juicios entre consejeros ante un mismo problema (Zona & Zattoni, 2007). Todos los procesos que puedan generarse en el consejo, están empapados de forma intrínseca por las características personales y profesionales de los consejeros. La forma de mezclar conocimientos, habilidades y potencial, de cara a la resolución de problemas y toma de decisiones, dan como resultado la diversidad del consejo (Hilb, 2012; Huse, 2007).

La interacción entre los miembros del consejo facilita el trabajo en equipo, favoreciendo el intercambio de información y el desempeño de sus funciones, y por tanto, el desempeño global del consejo, teoría iniciada por Forbes & Milliken, (1999) y apoyada posteriormente por Roberts et al., (2005) y van & Sanders, (2010). Como consecuencia, los factores que llevarían a la efectividad del consejo serían los mismos que en cualquier grupo de trabajo, compartiendo intereses y atributos que facilitan la resolución de

problemas, aporte de ideas y toma de decisiones (Kautt & Delone, 2006; Murphy & McIntyre, 2007). Hillman & Dalziel, (2003) también argumentan y apoyan el resurgimiento de conflicto cognitivo, proponiendo que la generación de discrepancia de ideas puede requerir la necesidad de consejeros distintos y una renovación del consejo, lo que finalmente favorezca el desempeño del mismo. Si bien existen también teorías contrarias, dónde se sugiere que la diversidad de perfiles puede provocar excesiva controversia dentro del consejo, dificultando el diálogo y alargando la toma de decisiones (Bunderson & Sutcliffe, 2002; Hilb, 2011; Hilb, 2005; Roberts, McNulty, & Stiles, 2005).

H7. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con *la diversidad del consejo de administración, medida por el número de consejeras existente*.

### ***Conocimientos y competencias del consejo***

A partir del uso del conocimiento y las competencias, es esperado que los consejeros puedan desempeñar mejor sus funciones y, por tanto, su trabajo sea más eficiente, tomando mejores decisiones. Este constructo busca la diversidad de conocimientos, educación, habilidades y experiencias que generen procesos y dinámicas que favorezcan la toma efectiva de decisiones (Solanas, Selvam, Navarro, & Leiva, 2012; Williams & O'Reilly, 1998). Una de las variables sugeridas en la literatura para medir el nivel de competencia de un consejo de administración es el porcentaje de consejeros que se sientan en consejos de otras compañías, partiendo de la idea que estas otras relaciones sirven de medida de amplitud de conocimientos, además de desarrollar una mayor habilidad para supervisar y controlar funciones directivas (Fama & Jensen, 1983). Por

el contrario, existen otros estudios que sugieren que demasiada participación en consejos distintos disminuye la efectividad del consejero a la hora de tener un control de su actividad en la compañía (Ferris et al., 2003; Fich & Shivdasani, 2006).

A raíz de esta base teórica, diversos estudios han surgido buscando relaciones multidireccionales entre procesos generadores de estas dinámicas y desempeño de funciones que favorezcan la toma de decisiones efectiva. Por ejemplo, en su investigación, Huse et al. (2012) encuentran suficiente evidencia empírica para afirmar que las normas de esfuerzo y el uso del conocimiento y competencias del consejo de administración favorecen el desempeño de éste. Previamente, Wan y Ong (2005) encuentran una relación importante entre procesos y desempeño, concluyendo que las normas de esfuerzo, los conflictos cognitivos y el uso de conocimientos y competencias, están directamente relacionados con los roles desarrollados por los consejeros. Y por su lado, Zona y Zattoni, (2007) demuestran que las normas de esfuerzo y el uso del conocimiento y competencias tienen una relación directa y positiva con los roles de supervisión y servicio.

H8. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con *las competencias y conocimientos aportados al consejo, medidos por la pertenencia de consejeros a otros consejos de administración.*

### ***2.3.3. Influencia del inversor institucional sobre la renovación del consejo de administración (board refreshment)***

La influencia del activismo institucional sobre el llamado *board refreshment* o renovación de los consejos de administración, avanza en paralelo a la transformación del gobierno corporativo (Barzuya, 2019; Soslava, Livnat, Smith, & Tarlie, 2018;

Tonello, 2019). La actualización o renovación del consejo de administración es un tema de interés tanto para inversores institucionales como para sus asesores de voto, *proxy advisors*, como uno de los aspectos clave a atajar en relación al gobierno corporativo de las compañías donde invierten (Katz & McIntosh, 2016). La inversión activista ha madurado hasta ser reconocida como una fuerza impulsora de distintas evoluciones y desarrollos del gobierno corporativo, desde el conocido como “*proxy Access*”, hasta la divulgación de contribuciones políticas y de gobierno, promovidos por la creencia de que influir sobre prácticas de gobierno y sostenibilidad más sólidas, puede dar frutos y traducirse en una ventaja competitiva a largo plazo (Tonello & Gatti, 2019).

Un estudio de PriceWaterhouseCoopers (2017) muestra cómo crece la concienciación de las empresas sobre la necesidad de contar con órganos de gobierno más plurales y con mayor capacidad para tomar decisiones sobre asuntos complejos. En un entorno empresarial cada día más complejo, con desafíos como la transformación digital, los cambios regulatorios o los nuevos contextos geopolíticos, las compañías se enfrentan a retos que es preciso abordar desde múltiples perspectivas y que obligan a contar con consejos de administración mejor preparados, con más competencias, con más experiencia, más diversos y con más recursos para ejercer su función supervisora con garantías de éxito. Y en este escenario, cobra relevancia el papel de los accionistas e inversores, *stakeholders* cada día más exigentes en términos de rendición de cuentas, pero también en lo relativo a la composición y el funcionamiento del consejo.

La composición y estructura del consejo, la antigüedad de sus consejeros o la tipología y liderazgo de los mismos, se encuentran cada vez más bajo la supervisión de los grandes accionistas. En este sentido, según argumenta el estudio de PwC (2017), desde la perspectiva de los inversores y accionistas institucionales se observa un interés creciente sobre la necesidad de que los consejos amplíen sus competencias en la supervisión sobre

cómo las compañías integran en su estrategia elementos que refuerzan la sostenibilidad en el largo plazo, o sobre los temas relacionados con el medio ambiente, la innovación, la gestión del talento, la diversidad y el gobierno corporativo, temas agrupados bajo el término *ESG - Environmental, Social and Governance*. Este argumento sigue teorías científicas más antiguas que sugieren que la acción y presencia de la propiedad en bloque, llevada a cabo por los grandes accionistas institucionales, mejora el rendimiento y funcionamiento del consejo de administración (Ghosh & Sirmans, 2003).

Asuntos que están acaparando la atención de accionistas, inversores y analistas, incidiendo sobre el funcionamiento de los consejos, sus comités de nombramientos, a la hora de abordar los procesos de sucesión y nombramiento de nuevos consejeros o los procesos de evaluación del propio consejo. En definitiva, crece el interés sobre cómo las compañías están afrontando la renovación de sus consejos y cómo la están planificando. Esta cuestión se está convirtiendo en un elemento clave para asegurar que el consejo esté actualizado en las competencias que necesita para el desempeño de sus funciones, para ser eficiente en su funcionamiento y para, en definitiva, reforzar la sostenibilidad y el valor de la compañía a largo plazo.

Los inversores activistas consideran que su gestión sobre el consejo es esencial para los temas relacionados con su composición, la planificación de la sucesión de consejeros, su diversidad o su independencia (Katz & McIntosh, 2016). Si bien, el debate está abierto, ya que, aunque la literatura sobre la renovación de los consejos se ha intensificado en los últimos años (Barzuza, 2019; Suslava et al., 2018; Tonello & Gatti, 2019), una gran mayoría de las empresas todavía cree que el proceso más eficiente, es la evaluación sobre el grupo de consejeros para determinar si su liderazgo y capacidades siguen siendo adecuados (Tonello, 2019). O tampoco está claro, si los inversores activistas están asociados con una mayor rotación de los miembros del consejo

(Voußem, Schäffer, & Schweizer, 2015).

Pwc (2017) sugiere en su informe que una de las cuestiones más relevantes al hablar de *board refreshment* es la generación de diversidad, promoviendo la rotación de consejeros, y entendida ésta en sentido amplio y como elemento necesario para garantizar la independencia, retar las propuestas del consejo o incorporar el mejor talento.

De acuerdo al informe de PwC (2017), la nueva regulación, el papel cada día más activo de inversores y accionistas, así como un entorno en donde se exige mayor transparencia, están cambiando los órganos de gobierno de las empresas y sus relaciones con todos los grupos de interés. Este mismo argumento también se pone de manifiesto en otros estudios extraacadémicos, como el último informe elaborado por las firmas Georgeson y Cuatresacasas en 2018 sobre Gobierno Corporativo, donde se expone que los grandes inversores institucionales “marcan la agenda de los consejos” poniendo el foco cada vez más en la renovación del consejo de administración. Según este estudio, la estructura y composición del consejo de administración son un elemento clave para el buen gobierno de las empresas ya que afecta a su eficacia e influye sobre la calidad de sus decisiones.

A lo largo de las evidencias académicas encontradas en el campo de estudio del activismo, ha habido diversidad de resultados y repercusiones indistintamente a favor y en contra de su efectividad con respecto a los cambios que genera en el seno del consejo. Por ejemplo, estudios previos demuestran que el activismo de los accionistas puede provocar algunos cambios en las estructuras de gobierno de las empresas, pero tiene un impacto insignificante en los valores de las acciones, consiguiendo por tanto pequeñas mejoras en la riqueza del accionista y sus ganancias (Gillan y Starks, 1998; Gillan y Starks, 2000; Karpoff, 2001; Marquardt y Wiedman, 2016). La investigación que hace

hincapié en los cambios de las estructuras de gobierno como objetivo del activismo, reconoce este como una herramienta exitosa para mejorar el desempeño de la empresa. Por el contrario, los que enfocan el activismo hacia cambios en el valor de las acciones, los ingresos o las operaciones, caracterizan éste como algo que tiene un efecto insignificante sobre los objetivos económicos o financieros que pueda perseguir (Marquardt y Wiedman, 2016).

Estudios anteriores como el de Smith (1996) constata que el activismo de los inversores es en gran medida exitoso en el cambio de la estructura de gobierno y consecuentemente, cuando éste tiene éxito, los resultados se ven reflejados en un aumento estadísticamente significativo de la riqueza de los accionistas a través del precio de las acciones. Por el contrario, Gillan y Starks (1998) evidencian que la influencia del activismo sobre la rentabilidad de la empresa es mixta. Si bien resaltan la reacción a corto plazo del mercado tras poner en práctica alguna acción o ante el anuncio de ciertos tipos de activismo, hay pocas pruebas científicas de una mejoría en el desempeño del mercado bursátil a largo plazo o el desempeño operativo después del activismo. Los estudios han encontrado algún cambio en la conducta de la empresa después de la presión de los accionistas, pero es difícil establecer una relación causal entre el activismo de los accionistas y estos cambios. Conclusión similar a la de Karpoff (2001), quién sugiere que el activismo de los accionistas puede provocar pequeños cambios en las estructuras de gobierno y puede tener un impacto insignificante en el valor de las acciones y las ganancias. Sin embargo, constata que el éxito de los activistas al incitar algunos cambios en las empresas seguía una tendencia creciente en el tiempo y a largo plazo. Gillan y Starks (2000) intentan medir la efectividad del activismo de los accionistas a través de los resultados de votos en las juntas generales de accionistas y en las reacciones a corto plazo del mercado bursátil, relacionando el tipo de propuestas realizadas y quiénes

realizan dichas propuestas, bien sean inversores institucionales o individuales. Encuentran diferencias significativas en los resultados a lo largo de un periodo de tiempo, pero concluyen que existe un mayor apoyo a las propuestas procedentes de inversores institucionales. Estos reciben más votos y un pequeño, pero medible, impacto negativo sobre los precios de las acciones. Por ello, concluyen que los inversores minoristas no son vistos como un grupo efectivo de presión sobre reformas y decisiones corporativas, a diferencia de los inversores institucionales o de grupos de inversores coordinados. Estos mismos autores algunos años más tarde también concluyen que si bien, algunos estudios han encontrado reacciones positivas en el mercado a corto plazo ante los anuncios de ciertos tipos de activismo, hay pocas evidencias de una mejora en el rendimiento financiero a largo plazo de las empresas seleccionadas (Gillan & Starks, 2007).

### ***Independencia del consejo***

La presencia de consejeros independientes en el consejo de administración ha sido investigada académicamente para valorar su correlación con la atracción de accionistas y sus distintos efectos en las decisiones tomadas. Por ejemplo, Ghosh & Sirmans, (2003) descubren que una mayor propiedad y el control de las acciones por parte del *CEO* y una falta de independencia en el consejo, reduce la presencia de inversión externa y afecta negativamente al rendimiento de la compañía. Posteriormente Petra (2005) concluye en su análisis que los consejeros independientes parecen fortalecer al consejo de administración en su conjunto, siendo un elemento que potencia el accionista institucional para restablecer la confianza del mercado y gobernar de manera más efectiva. Por su lado, Lefort y Urzúa (2008) sugieren la importancia de la independencia del consejo de administración como mecanismo de gobierno interno en empresas con alta concentración de propiedad, descubriendo que un aumento en la proporción de

consejeros independientes afecta positivamente el valor de la empresa, además de que las compañías que presentan conflictos de agencia tienden a incorporar más consejeros independientes en sus consejos, en un esfuerzo por mejorar el gobierno corporativo y mejorar este problema de la agencia. Otros argumentos como el de Miletkov, Poulsen y Wintoki, (2014) muestran una relación positiva entre la mayor presencia de consejeros independientes en el consejo y la propiedad extranjera, concluyendo que es significativamente más fuerte en países con instituciones legales menos desarrolladas y una protección externa deficiente de los derechos de los inversores. Sugieren en su estudio que los consejos independientes, pueden ser más beneficiosos para atraer capital. También encuentran que los inversores institucionales son más receptivos al impacto de los consejos de administración independientes que otros tipos de inversores.

H9. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con *la independencia del consejo de administración, medida por el número de consejeros independientes.*

### ***Rotación del consejo***

Si bien la evidencia científica sugiere que el mercado recompensa a las empresas con estabilidad en sus consejos de administración (Suslava et al., 2018), con el paso de tiempo, la efectividad de las funciones principales de los consejeros, la gestión de control y el asesoramiento que ofrecen, se deteriora. Es decir, la antigüedad del consejo tiene un efecto negativo directo en su capacidad para mantenerse al día con el crecimiento de la empresa y un efecto moderador en su incentivo para controlar y supervisar la actividad ejecutiva. Esta es la razón por la que los inversores

institucionales, promueven “refrescar” el consejo de administración por medio de la entrada de nuevos miembros o la combinación más diversa de competencias y perfiles profesionales Suslava et al., (2018). La idea que suscita el cambio y movimiento de las sillas del consejo es que el afianzamiento conduce a relaciones acogedoras entre sus miembros y ejecutivos, disminuyendo la objetividad en las decisiones y la capacidad para representar los intereses de los accionistas de forma efectiva. Es decir, el argumento de Suslava et al., (2018) sugiere que el desempeño del consejo se ve afectado debido a la disminución de la efectividad en el control del equipo directivo por parte de los consejeros y relaciona positivamente los cambios en el consejo con el rendimiento de las acciones de las empresas.

Otras investigaciones han establecido una conexión entre la entrada y salida de consejeros con la acción activista, aunque plantean dudas sobre si los inversores activistas están asociados con una mayor rotación del consejo (Beck y Wiersema 2011; Del Guercio et al. 2008). Por ejemplo, Del Guercio y Hawkins, (1999) consideran que las propuestas de los accionistas son seguidas por un amplio cambio corporativo, que va desde la venta de activos a la reestructuración del consejo. O bien, Gow, Shin y Srinivasan (2014) sugieren que la sensibilidad a la rotación de consejeros es mayor en presencia de activismo de los accionistas, demostrando que es más probable que los consejeros salgan del consejo en el año siguiente de recibir un menor apoyo de los accionistas. Mientras que otros argumentos más recientes señalan que a pesar de la creciente demanda de más diversidad y rotación del consejo, la jubilación del consejero parece ser el único factor relevante que dicta el ritmo del cambio y, cuando ocurre un reemplazo, rara vez afecta a más de un puesto de un consejo en un solo año (Tonello, 2019).

Una de las propuestas más comunes que los grandes inversores institucionales realizan al consejo es nominar a determinados consejeros para que sean posteriormente

nombrados y les puedan representar en el consejo de administración, proceso conocido como “*proxy access*” (Kahan y Rock, 2011). Con la nominación de consejeros por parte de los accionistas se pretende evitar la influencia directa del *CEO* sobre la elección o reelección de los miembros del consejo, como ha sido sugerido en anteriores investigaciones (Shivdasani y Yermack, 1999; Wade et al., 1990 citados en Campbell, Campbell, Sirmon, Bierman, y Tuggle, 2012). Aunque igualmente encontramos en la literatura argumentos a favor y en contra de este proceso de democratización. Por un lado existen opiniones que sugieren que abrir el proceso de nominación puede favorecer una mejor selección y calidad de los miembros del consejo (Bebchuk y Hirst, 2010; Becker et al., 2013). O contrariamente Kahan y Rock (2011) argumentan la insignificancia del *proxy access* en el movimiento activista del inversor institucional, aludiendo a que los grandes y principales inversores no se muestran interesados y no utilizan habitualmente este mecanismo, optando por otras alternativas más eficaces para ejercer su activismo para poner su voz en el nombramiento y tipología de consejeros.

Estudios recientes como el de Barzuza (2019), sugieren que, aunque el *proxy access* se diseñó inicialmente para proporcionar a los accionistas voz y representación en los consejos de administración de las empresas, motivado por la ausencia de consejeros nominados por los inversores que pudieran representarles en las propuestas llevadas a las juntas generales de accionistas, este proceso también se usa indirectamente como una herramienta de negociación para mejorar la diversidad de la junta. En el estudio de Barzuza (2019) se revela que las empresas con un número bajo o una proporción baja de mujeres consejeras, y las empresas con consejos principalmente dominados por hombres, eran significativamente más propensas a ser blanco de las propuestas de nominación de consejeras por parte de los grandes accionistas. Si bien la promoción de la diversidad no era uno de los objetivos para los que se diseñó el *proxy access*, los efectos resultantes sugieren que es probable que los grandes inversores utilicen este

procedimiento como canal alternativo de influencia, y designen consejeros para proporcionar más diversidad, aumentar la independencia, tener un mayor control y ejercer una supervisión cercana sobre el consejo.

Para contrastar la influencia de la propiedad en la rotación del consejo de administración se plantean las siguientes hipótesis:

H10. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con *la entrada de nuevos consejeros al consejo de administración.*

H11. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con *la salida de consejeros del consejo de administración.*

H12. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con *la rotación total de consejo de administración.*

## ***Capítulo 3. Diseño de la investigación empírica y metodología estadística***

### ***3.1. Objetivo del estudio empírico***

El objetivo de este estudio empírico es aportar luz al campo de la influencia de la propiedad institucional sobre las decisiones que se llevan a cabo en el seno de los consejos de administración, ya que todavía puede considerarse un área de investigación sobre el que profundizar, debido a los inconcluyentes resultados obtenidos tras los estudios empíricos al respecto (Clarke, 1998; Huse, 2005; 2007; Leblanc y Schwartz, 2007; Pettigrew, 1992). Los autores se refieren al hecho de que la investigación sobre gobierno corporativo y el activismo del accionista, no ha logrado apreciar la influencia real sobre las características y comportamiento del consejo de administración. Además de considerar el efecto sobre aspectos formales de estructura, incorporando al estudio variables de comportamiento, conducta y dinámicas mediante el entendimiento de los procesos que se generan en él y permitiendo un mayor entendimiento de las interrelaciones entre los consejeros y accionistas, de cara a comprender las decisiones que definen las decisiones críticas de gobierno corporativo y la eficacia buscada por el inversor institucional (Leblanc y Schwartz, 2007).

### ***3.2. Método***

Para llevar a cabo el estudio, en primer lugar, se ha realizado un procesamiento de datos con una descripción estadística general de cada una de las variables elegidas, a través del pool de datos recogidos para cada uno de los años del estudio y de la evolución de los valores.

Después de recolectar y procesar toda la información, se realizan distintos análisis de correlación por medio de regresiones lineales para obtener diferentes modelos, indicando en qué medida son válidos para explicar la relación entre las variables independientes y dependientes.

Un análisis de correlación es un procedimiento bivariado que proporciona información sobre la relación estadística entre dos variables. Para las variables de escala normalmente distribuidas, se calcula la correlación de Pearson. El análisis de correlación se realiza utilizando el software estadístico SPSS / PAWS Statistics 18 para Windows.

Los resultados y hallazgos empíricos encontrados, y que se muestran en el *capítulo 4 de Resultados*, se basan en la prueba de significación de la hipótesis nula (Gill, 1999). Para ello es necesario observar el nivel de significancia del modelo y de cada variable independiente utilizada para la regresión. El resultado del modelo tendrá significación estadística cuando es muy poco probable que haya ocurrido dada la hipótesis nula, por lo que el nivel de significación es la probabilidad de que el modelo rechace esta hipótesis nula. Por tanto, el modelo se considerará válido cuando el nivel de significancia sea inferior a 0,1. Dentro de los rangos aceptables para la regresión, el modelo se puede categorizar de manera diferente según el nivel de significancia: a) modelo de una estrella, con un nivel de confianza (1 - nivel de significancia) de al menos 90%; b) modelo de dos estrellas, con un nivel de confianza superior al 95%; y c) modelo de tres estrellas, con un nivel de confianza del 99% o más, lo que significa que la hipótesis nula es realmente cierta al menos el 99% de las ocasiones Gill, (1999).

Paralelamente también será importante considerar la correlación entre las variables independientes utilizadas para cada regresión, ya que puede explicar algunos valores del nivel de significancia individual para todo el modelo. En algunos casos, una variable puede aparecer como insignificante para el modelo, pero la razón es la presencia de otra

variable independiente que está fuertemente correlacionada con la variable anterior. Una vez creado el modelo y aceptado, se puede estudiar la relación entre las variables independientes y la variable dependiente analizando el coeficiente estandarizado que acompaña a las variables (beta), estando directamente relacionado y fuertemente relacionado si el coeficiente es positivo y de valor alto, mientras que inversamente relacionado si el coeficiente es un número muy negativo Gill, (1999).

### ***3.2.1 Empresas estudiadas y selección de la muestra***

A continuación se clarifica la población y la muestra elegida para el estudio y se definen y codifican las variables utilizadas.

La muestra elegida en nuestro estudio empírico procede de las 35 compañías pertenecientes al índice Ibex 35 entre los años 2013 a 2018. Hemos seleccionado esta franja temporal debido a la información disponible similar en todos los años y que nos permitirá llevar a cabo el estudio. Adicionalmente escogemos las grandes compañías cotizadas por tener la mayor capitalización y ser susceptibles de inversión institucional de acuerdo a lo sugerido por la literatura (Fama y Jensen, 1983; Jensen y Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1986). Estos accionistas institucionales tienen mayor poder e interés propio en influir en las decisiones para proteger sus inversiones. Además, enfocándonos en grandes compañías cotizadas con información pública, nos permite analizar los datos reflejados en relación a la evolución en la estructura de la propiedad y el reflejo en los posibles cambios a los que los consejos de administración se han visto sujetos.

La fuente de información utilizada para obtener los datos del estudio ha sido la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Datos recopilados en su página web (<http://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/estadisticas.aspx>) a través de la estadística anual publicada sobre compañías cotizadas españolas, en relación a su

gobierno corporativo.

Por tanto, creamos un *pool* de datos incluyendo toda la información disponible en cada año y que nos permita correlacionar el reparto en la estructura de capital, que compondrán las variables independientes, con los datos referentes a la estructura y organización del consejo de administración y el cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno. El objetivo perseguido con la información recopilada es manejar el mayor número posible de observaciones comparables, con el propósito de analizar la correlación existente entre variables y no estudiar la causalidad en el tiempo. De esta manera, trabajaremos con un total de 185 observaciones para cada una de las variables seleccionadas.

**Tabla 3. Listado de compañías de la muestra**

Empresas de la muestra a 31-dic-2013	Empresas de la muestra a 31-dic-2014	Empresas de la muestra a 31-dic-2015	Empresas de la muestra a 31-dic-2016	Empresas de la muestra a 31-dic-2017	Empresas de la muestra a 31-dic-2018
ACCIONA, S.A.					
ACERINOX, S.A.					
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCIÓN Y SERVICIOS, S.A.	ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCIÓN Y SERVICIOS, S.A.	ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS, S.A.			
AMADEUS IT HOLDING, S.A.	AMADEUS IT HOLDING, S.A.	AENA, S.M.E., S.A.	AENA, S.M.E., S.A.	AENA, S.M.E., S.A.	AENA, S.M.E., S.A.
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	AMADEUS IT GROUP, S.A.	AMADEUS IT GROUP, S.A.	AMADEUS IT GROUP, S.A.	AMADEUS IT GROUP, S.A.
BANCO DE SABADELL, S.A.	BANCO DE SABADELL, S.A.	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.
BANCO SANTANDER, S.A.	BANCO SANTANDER, S.A.	BANCO DE SABADELL, S.A.	BANCO DE SABADELL, S.A.	BANCO DE SABADELL, S.A.	BANCO DE SABADELL, S.A.
BANKIA, S.A.	BANKIA, S.A.	BANCO SANTANDER, S.A.	BANCO SANTANDER, S.A.	BANCO SANTANDER, S.A.	BANCO SANTANDER, S.A.
BANKINTER, S.A.	BANKINTER, S.A.	BANKIA, S.A.	BANKIA, S.A.	BANKIA, S.A.	BANKIA, S.A.
CAIXABANK, S.A.	CAIXABANK, S.A.	BANKINTER, S.A.	BANKINTER, S.A.	BANKINTER, S.A.	BANKINTER, S.A.
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN, S.A.	DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN, S.A.	CAIXABANK, S.A.	CAIXABANK, S.A.	CAIXABANK, S.A.	CAIXABANK, S.A.
ENAGÁS, S.A.	ENAGAS, S.A.	CELLNEX TELECOM, S.A.	CELLNEX TELECOM, S.A.	CELLNEX TELECOM, S.A.	CELLNEX TELECOM, S.A.
FERROVIAL, S.A.	ENDESA, S.A.	DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACION, S.A.	DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACION, S.A.	DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACION, S.A.	CIE AUTOMOTIVE, S.A.
GAMESA CORPORACIÓN TECNOLÓGICA, S.A.	FERROVIAL, S.A.	ENAGAS, S.A.	ENAGAS, S.A.	ENAGAS, S.A.	ENAGAS, S.A.
GRIFOLS, S.A.	GAMESA CORPORACIÓN TECNOLÓGICA, S.A.	ENDESA, S.A.	ENDESA, S.A.	ENDESA, S.A.	ENCE ENERGIA Y CELULOSA, S.A.
IBERDROLA, S.A.	GRIFOLS, S.A.	FERROVIAL, S.A.	FERROVIAL, S.A.	FERROVIAL, S.A.	ENDESA, S.A.
INDRA SISTEMAS, S.A.	IBERDROLA, S.A.	GAS NATURAL SDG, S.A.	GAS NATURAL SDG, S.A.	GAS NATURAL SDG, S.A.	FERROVIAL, S.A.
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A.	INDRA SISTEMAS, S.A.	GRIFOLS, S.A.	GRIFOLS, S.A.	GRIFOLS, S.A.	GRIFOLS, S.A.
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A.	IBERDROLA, S.A.	IBERDROLA, S.A.	IBERDROLA, S.A.	IBERDROLA, S.A.
MAPFRE, S.A.	INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.	INDRA SISTEMAS, S.A.	INDRA SISTEMAS, S.A.	INDRA SISTEMAS, S.A.	INDRA SISTEMAS, S.A.
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN, S.A.	MAPFRE, S.A.	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A.	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A.	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A.	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A.
RED ELÉCTRICA CORPORACIÓN, S.A.	MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN, S.A.	INMOBILIARIA COLONIAL, SOCIMI, S.A.	INMOBILIARIA COLONIAL, SOCIMI, S.A.	INMOBILIARIA COLONIAL, SOCIMI, S.A.	INMOBILIARIA COLONIAL, SOCIMI, S.A.
REPSOL, S.A.	OBRASCON HUARTE LAIN, S.A.	INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.	INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.	INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.	INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.
TÉCNICAS REUNIDAS, S.A.	RED ELÉCTRICA CORPORACIÓN, S.A.	MAPFRE, S.A.	MAPFRE, S.A.	MAPFRE, S.A.	MAPFRE, S.A.
TELFÓNICA, S.A.	REPSOL, S.A.	MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION, S.A.	MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION, S.A.	MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION, S.A.	MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION, S.A.
VISCOFAN, S.A.	TÉCNICAS REUNIDAS, S.A.	MELIA HOTELS INTERNATIONAL S.A.	MELIA HOTELS INTERNATIONAL S.A.	MELIA HOTELS INTERNATIONAL S.A.	MELIA HOTELS INTERNATIONAL S.A.
	TELFÓNICA, S.A.	MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A.	MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A.	MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A.	MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A.
		RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.	RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.	RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.	NATURGY ENERGY GROUP, S.A.
		REPSOL, S.A.	REPSOL, S.A.	REPSOL, S.A.	RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.
		SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.	SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.	SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.	REPSOL, S.A.
		TECNICAS REUNIDAS, S.A.	TECNICAS REUNIDAS, S.A.	TECNICAS REUNIDAS, S.A.	TECNICAS REUNIDAS, S.A.
		TELEFONICA, S.A.	TELEFONICA, S.A.	TELEFONICA, S.A.	TELEFONICA, S.A.
		VISCOFAN, S.A.	VISCOFAN, S.A.	VISCOFAN, S.A.	VISCOFAN, S.A.

Fuente: Elaboración propia a partir de [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

### **3.2.2 Variables**

#### ***Variables independientes***

La información referente a las participaciones en el capital de las empresas, conforman las variables independientes que se utilizan en el estudio. Si bien, el foco de esta tesis se encuentra en analizar la correlación entre la presencia de inversores institucionales en la propiedad de las empresas y las distintas decisiones de gobierno corporativo planteadas, en todos los casos contrastados se compara esta correlación con la que existe en otras participaciones accionariales. Por ello, se divide la estructura de capital según su porcentaje de participación en: inversión institucional, capital en manos del consejo de administración y capital en manos de otros accionistas significativos.

Tal y como es utilizado por Bhandari y Arora (2016) se toma el porcentaje de participación de las distintas categorías de accionistas como una representación de su activismo, donde una mayor participación por parte de una de las categorías significa un mayor derecho a votar a su favor.

Las variables que representan el activismo de los accionistas están definidas esencialmente por el peso de su participación accionarial y el nivel de influencia significativa en la decisión y gestión de las empresas, condicionadas por los derechos de voto que poseen. Por esto, los accionistas institucionales tienen mayor poder e interés en influir en las decisiones para proteger sus propias inversiones (Fama y Jensen, 1983; Jensen y Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1986). En consecuencia, tal y como se argumenta en la literatura, los accionistas que poseen participaciones significativas, a través de su activismo, pueden influir y mejorar la calidad del gobierno corporativo ya que la propiedad concentrada reemplaza la toma de decisiones deseada por los accionistas dispersos. Además, la evidencia empírica valida que los grandes

accionistas no solo están mejor informados que los pequeños accionistas dispersos, sino que también son más activos en impulsar decisiones en la empresa impulsadas con el objetivo de maximizar la riqueza de los accionistas (Brickley, Lease y Smith, 1988; Dodd y Warner, 1983; Jarrell y Poulsen (1987), citados en Bhandari & Arora, 2016). En consecuencia, el porcentaje de participación de varias categorías de accionistas se considera como un *proxy* del nivel de su activismo ejercido, donde un mayor peso por parte de una categoría de accionistas significa un mayor control e influencia más efectiva sobre el consejo de administración de las empresas y sus decisiones de gobierno corporativo que el resto de accionistas (Bhandari & Arora, 2016).

#### **a) Porcentaje de acciones poseídas por inversores institucionales**

Los inversores institucionales prefieren invertir en empresas con una divulgación transparente de su información corporativa, así como de sus operaciones, y de esta manera conocer de antemano aquellas palancas sobre las que poder actuar o influir. A su vez, las empresas están motivadas por atraer capital extranjero, y por ello adoptan paralelamente estándares de gobierno corporativo que son atractivos a esta tipología de accionistas (Choe, Kho y Stulz, 2005, citados en Bhandari & Arora, 2016).

#### **b) Porcentaje de acciones poseídas por el consejo de administración**

Como reflejan Bhandari & Arora (2016), existe ambigüedad en la literatura disponible relacionada con el impacto e influencia en las decisiones de gobierno corporativo por el manejo de información privilegiada, generada en el seno del propio consejo de administración. Según la teoría clásica de la agencia, el aumento de la propiedad de información privilegiada ayuda a mantener los intereses de los propietarios, por lo

tanto, una mayor participación accionarial interna puede mejorar el desempeño de la empresa, lo que a su vez afecta la calidad de la gobernanza y sus decisiones (Fama y Jensen, 1983; Jensen y Meckling, 1976). Sin embargo, existen opiniones contrarias que sugieren que cuando las personas con información privilegiada poseen un mayor número de acciones, tienden a inflar su propio poder y dañar las reglas de supervisión interna para perseguir sus propios intereses, lo que afecta el gobierno de la empresa de manera negativa (Gugler, Mueller y Yurtoglu, 2008, citados en Bhandari & Arora, 2016).

**c) Porcentaje de acciones poseídas por otros accionistas significativos (*block holdings*)**

El porcentaje de acciones que poseen los accionistas más grandes representa el grado de participación en bloque y de control de una empresa, sin ser grandes accionistas institucionales. Un mayor porcentaje de capital en manos del accionista controlador conduce a una menor motivación para la adopción voluntaria de mejores prácticas de gobierno corporativo o el ejercicio de acciones activistas que promuevan determinadas decisiones. Según refleja la literatura, la calidad del gobierno corporativo mejora cuando la participación se concentra en pocas manos, como resultado de una mejor alineación de los intereses entre accionistas (Silveira et al., 2009, citados en Bhandari & Arora, 2016).

**Tabla 4. Variables independientes relativas a la propiedad de la compañía**

Variables Independientes		Infomación recogida por la variable
Capital en manos de inversores institucionales	cap_ii	Porcentaje de acciones poseídas por inversores institucionales
Capital en manos del consejo	cap_con	Porcentaje de acciones poseídas por el consejo de administración
Capital en manos de accionistas significativos	cap_asig	Porcentaje de acciones poseídas por otros accionistas significativos

*Fuente: Elaboración propia*

## ***Variables dependientes***

La revisión de literatura llevada a cabo, y como se muestra anteriormente, nos permite agrupar las variables dependientes identificadas y analizarlas en tres grandes bloques. Por un lado, (a) variables relativas al *cumplimiento del buen gobierno*. variables (b) relativas a la *conducta y comportamiento del consejo* y en tercer lugar (c) variables a la *renovación del consejo (board refreshment)*:

### **1. Variables relativas al *cumplimiento de buenas prácticas***

Para el estudio de las variables que componen el cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno corporativo, se trabaja con 5 bloques de variables agrupadas:

El primer bloque se refiere al (1) *cumplimiento global de las recomendaciones de buenas prácticas* agrupadas en una única variable que resume el tanto por ciento de cumplimiento total de todas las prácticas por cada una de las empresas. A partir de la información proporcionada por la CNMV para cada una de las empresas y su cumplimiento de las prácticas de buen gobierno, se categoriza su seguimiento individualizado en tres posibles valores; 2 si el cumplimiento es al 100%; 1 si el cumplimiento es parcial; 0 si no cumple la recomendación propuesta. En este caso, para cada empresa y año, se toma el sumatorio de los cumplimientos que llevan a cabo en cada una de las prácticas de buen gobierno, dividido entre el cumplimiento que tendría que haber sido al 100% para obtener el nivel de cumplimiento total.

En el segundo bloque de variables, se agrupan las recomendaciones de buen gobierno en 4 variables que unifican las prácticas afines al interés de los inversores institucionales. A saber, (2) *composición y estructura del consejo*, (3) *independencia*

*del consejo, (4) nombramiento de consejeros y (5) remuneraciones del consejo de administración.* Para este segundo bloque de variables, el nivel de cumplimiento se realiza de igual forma que en el caso anterior. Es decir, sólo considerando el sumatorio de las prácticas elegidas para cada grupo.

Las variables utilizadas para cada uno de los grupos formados se muestran en los cuadros siguientes:

**Tabla 5. Variables de cumplimiento de buenas prácticas relativas a la composición e independencia del consejo**

<b>Estructura y Composición</b>		<b>Independencia</b>	
<b>Sigla</b>	<b>Información recogida por la variable</b>	<b>Sigla</b>	<b>Información recogida por la variable</b>
com_cons	Competencias del consejo	dom_ind	Proporción entre consejeros dom. e indep.
tam_con	Tamaño	con_inde	Número suficiente de consejeros independientes
est_fun	Estructura funcional	ces_ind	Cese de independientes finalizado su mandato
exp_con	Explicación del carácter de los consejeros	may_dei	Mayoría de dominicales e independientes
fun_pres	Funciones presidente	ncese_ind	No cese de independientes antes de fin de mandato
pre_eje	Presidente primer ejecutivo	com_aud	Miembros comisión auditoría con conocimientos de la materia y mayoría independientes
com_del	Composición de la comisión delegada	con_cnr	Miembros CNR con conocimientos en la materia y mayoría independientes
com_sup	Composición comisiones de supervisión y control		
com_aud	los miembros del comité de auditoría		
com_nom	Miembros de la comisión de nombr. y retrib.		
fun_retr	Funciones comisión de retribuciones		
tam-adeq	Tamaño adecuado		
pro_dye	Proporción entre consejeros dominicales y no ejecutivos		
disp_con	Suficiente disponibilidad y nº máx. consejos		
func_pre	Funciones presidente		
estr_comej	Comisión ejecutiva estructura similar al consejo y mismo secretario		
ext_audin	Existencia auditoría interna		
fun_comaud	Funciones adicionales comisión auditoría		
sep_cnr	Comisión de nombramientos y de retribuciones separadas		
fun_comre	Funciones adicionales Comisión Retribuciones		
fun_nom	Funciones de la comisión de nombramientos		

*Fuente: Elaboración propia*

**Tabla 6. Variables de cumplimiento de buenas prácticas relativas al nombramiento y remuneraciones del consejo**

Nombramientos y Rotación		Remuneraciones	
Sigla	Información recogida por la variable	Sigla	Información recogida por la variable
sel_cons	Selección, nombramiento y reelección de consejeros	rem_ext	Remuneración a consejeros externos
ces_dim	Cese y dimisión	rem_sesul	Remuneración sobre resultados
pol_sele	Política selección	retr_vari	Cautelas técnicas en retribuciones variables
dim_dom	Dimisión dominicales cuando se vende participación	pol_pag	Política de pago de primas de asistencia
caus_cese	Explicación causas cese antes fin de mandato	ret_ind	Retribución adecuada pero que no comprometa independencia de los no ejecutivos
		retrva_eje	Retribución variable solo a ejecutivos
		retrv_kpi	Política retib. asegure que retr. variable está ligada al redimiento profesional y no a evol. gral.
		dif_retrva	Diferimiento retribución variable
		retr_aud	resultados tenga en cuenta las salvedades del auditor
		retrv_acc	% importante remuneracion variable de los ejecutivos en acciones o instrumentos financieros
		resu_contr	Pagos por resolución contrato no superior a dos años remuneración total y pago diferido

*Fuente: Elaboración propia*

**Cuadro 4. Variables dependientes relativas al cumplimiento de buenas prácticas**

<b>Variable Dependiente</b>		<b>CUMPLIMIENTO DE BUENAS PRÁCTICAS</b>
Cumplimiento global recomendaciones de buen gobierno corporativo	cum_cbg	
<b>Variable Dependiente</b>		
Cumplimiento recomendaciones de composición y estructura del consejo	cum_comp	
<b>Variable Dependiente</b>		
Cumplimiento recomendaciones de independencia del consejo	cum_ind	
<b>Variable Dependiente</b>		
Cumplimiento recomendaciones de retribuciones del consejo	cum_retr	
<b>Variable Dependiente</b>		
Cumplimiento recomendaciones de nombramiento de consejeros	cum_nom	

*Fuente: Elaboración propia*

La selección de las variables incluidas en el bloque de conducta y comportamiento del consejo y renovación del consejo se ha realizado a partir de los estudios previos sugeridos en la literatura, como se ha ido describiendo a lo largo de la tesis:

**Cuadro 5. Variables dependientes relativas a la conducta y comportamiento del consejo de administración**

<b>Variable Dependiente</b>		<b>CONDUCTA Y COMPORTAMIENTO DEL CONSEJO</b>
<b>Diversidad</b> del consejo de administración (número de consejeras)	num_consas	
<b>Variable Dependiente</b>		
<b>Dinámica</b> del consejo de administración (número de reuniones del consejo)	reu_con	
<b>Variable Dependiente</b>		
<b>Conocimiento y competencias</b> del consejo de administración (presencia de consejeros a múltiples consejos)	con_otrcon	

*Fuente: Elaboración propia*

**Cuadro 6. Variables dependientes relativas a la renovación del consejo de administración (board refreshment)**

<b>Variable Dependiente</b>		<b>BOARD REFRESHMENT</b>
<b>Independencia</b> del consejo de administración (número de consejeros independientes)	con_ind	
<b>Variable Dependiente</b>		
<b>Entrada de consejeros</b> (alta de nuevos consejeros)	alt_con	
<b>Variable Dependiente</b>		
<b>Salida de consejeros</b> (baja de consejeros)	baj_con	
<b>Variable Dependiente</b>		
<b>Rotación</b> del consejo de administración (movimientos totales de consejeros: entradas más salidas de consejeros)	mov_con	

*Fuente: Elaboración propia*

### 3.2.3 Hipótesis y regresiones

Los objetivos y preguntas de investigación que se sugieren en esta tesis se pretenden alcanzar y dar respuesta por medio del contraste de las diferentes hipótesis que se han ido esclareciendo a lo largo de la revisión de literatura.

A continuación, se muestra el resumen de estas hipótesis, así como las regresiones lineales planteadas y que se llevan a cabo en el análisis:

**Tabla 4. Hipótesis 1: Cumplimiento recomendaciones de composición y estructura del consejo de administración**

	Variable Independiente	Variable Dependiente
H1	Capital en manos de inversores institucionales	Cumplimiento global recomendaciones de buen gobierno corporativo

*Fuente: Elaboración propia*

**Tabla 7. Hipótesis 2: Cumplimiento de recomendaciones relativas a la composición y estructura del consejo de administración**

	Variable Independiente	Variable Dependiente
H2	Capital en manos de inversores institucionales	Cumplimiento recomendaciones de composición y estructura del consejo

*Fuente: Elaboración propia*

**Tabla 8. Hipótesis 3: Cumplimiento de recomendaciones relativas a la independencia del consejo de administración**

	Variable Independiente	Variable Dependiente
H3	Capital en manos de inversores institucionales	Cumplimiento recomendaciones de independencia del consejo

*Fuente: Elaboración propia*

**Tabla 9. Hipótesis 4: Cumplimiento de recomendaciones relativas a la retribución del consejo de administración**

	Variable Independiente	Variable Dependiente
H4	Capital en manos de inversores institucionales	Cumplimiento recomendaciones de retribuciones del consejo

*Fuente: Elaboración propia*

**Tabla 10. Hipótesis 5: Cumplimiento de recomendaciones relativas al nombramiento de consejeros**

	Variable Independiente	Variable Dependiente
H5	Capital en manos de inversores institucionales	Cumplimiento recomendaciones de nombramiento de consejeros

*Fuente: Elaboración propia*

Para contrastar cada una de las hipótesis sugeridas, se realizan tres tipos de regresiones, con el fin de observar la correlación existente de los inversores institucionales en comparación con otros dos tipos de propietarios (capital en manos del consejo y capital en manos de accionistas significativos). En los cuadros 8, 9 y 9, expuestos a continuación, se muestran dichas regresiones:

## Cuadro 7. Planteamiento de regresiones relativas al cumplimiento de buenas prácticas de gobierno corporativo

Hipótesis	Variables Independientes		Variable Dependiente	
	H1	Capital en manos de inversores institucionales	cap_ii	Cumplimiento global recomendaciones de buen gobierno corporativo
	Capital en manos del consejo	cap_con		
	Capital en manos de accionistas significativos	cap_asig		
H2	Capital en manos de inversores institucionales	cap_ii	Cumplimiento recomendaciones de composición y estructura del consejo	cum_comp
	Capital en manos del consejo	cap_con		
	Capital en manos de accionistas significativos	cap_asig		
H3	Capital en manos de inversores institucionales	cap_ii	Cumplimiento recomendaciones de independencia del consejo	cum_ind
	Capital en manos del consejo	cap_con		
	Capital en manos de accionistas significativos	cap_asig		
H4	Capital en manos de inversores institucionales	cap_ii	Cumplimiento recomendaciones de retribuciones del consejo	cum_retr
	Capital en manos del consejo	cap_con		
	Capital en manos de accionistas significativos	cap_asig		
H5	Capital en manos de inversores institucionales	cap_ii	Cumplimiento recomendaciones de nombramiento de consejeros	cum_nom
	Capital en manos del consejo	cap_con		
	Capital en manos de accionistas significativos	cap_asig		

CUMPLIMIENTO DE BUENAS PRÁCTICAS

*Fuente: Elaboración propia*

## Cuadro 8. Planteamiento de regresiones relativas a la conducta y comportamiento del consejo de administración

Hipótesis	Variables Independientes		Variable Dependiente	
	H6	Capital en manos de inversores institucionales	cap_ii	Diversidad del consejo de administración (número de consejeras)
	Capital en manos del consejo	cap_con		
	Capital en manos de accionistas significativos	cap_asig		
H7	Capital en manos de inversores institucionales	cap_ii	Dinámica del consejo de administración (número de reuniones del consejo)	reu_con
	Capital en manos del consejo	cap_con		
	Capital en manos de accionistas significativos	cap_asig		
H8	Capital en manos de inversores institucionales	cap_ii	Conocimiento y competencias del consejo de administración (presencia de consejeros a múltiples consejos)	con_otrcon
	Capital en manos del consejo	cap_con		
	Capital en manos de accionistas significativos	cap_asig		

CONDUCTA Y COMPORTAMIENTO DEL CONSEJO

*Fuente: Elaboración propia*

**Cuadro 9. Planteamiento de regresiones relativas a la renovación del consejo de administración (*board refreshment*)**

H9	Variables Independientes		Variable Dependiente	
	Capital en manos de inversores institucionales	cap_ii	Independencia del consejo de administración (número de consejeros independientes)	con_ind
Capital en manos del consejo	cap_con			
Capital en manos de accionistas significativos	cap_asig			
H10	Variables Independientes		Variable Dependiente	
	Capital en manos de inversores institucionales	cap_ii	Entrada de consejeros (alta de nuevos consejeros)	alt_con
Capital en manos del consejo	cap_con			
Capital en manos de accionistas significativos	cap_asig			
H11	Variables Independientes		Variable Dependiente	
	Capital en manos de inversores institucionales	cap_ii	Salida de consejeros (baja de consejeros)	baj_con
Capital en manos del consejo	cap_con			
Capital en manos de accionistas significativos	cap_asig			
H12	Variables Independientes		Variable Dependiente	
	Capital en manos de inversores institucionales	cap_ii	Rotación del consejo de administración (movimientos totales de consejeros: entradas más salidas de consejeros)	mov_con
Capital en manos del consejo	cap_con			
Capital en manos de accionistas significativos	cap_asig			

**BOARD  
REFRESHMENT**

*Fuente: Elaboración propia*

## ***Capítulo 4. Resultados estadísticos***

A continuación, se muestran los resultados obtenidos tras efectuar las distintas regresiones lineales planteadas. Las regresiones están organizadas de la siguiente manera:

- 4.1. Regresiones relativas al cumplimiento de buenas prácticas de gobierno corporativo.
- 4.2. Regresiones relativas a la conducta y comportamiento del consejo de administración.
- 4.3. Regresiones relativas a la renovación del consejo de administración (board refreshment).

#### 4.1. Regresiones de cumplimiento de las recomendaciones de buenas prácticas

##### 4.1.1. Correlación entre el *inversor institucional* y el *cumplimiento global* de las recomendaciones de buenas prácticas de gobierno corporativo

H1. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con el cumplimiento global de las recomendaciones de buen gobierno corporativo.

**Tabla 11. Resultado del modelo de regresión lineal H1**

### Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación	Estadísticos de cambio			
					Cambio en R cuadrado	Cambio en F	gl1	gl2
1	,257 <sup>a</sup>	,066	,051	,103848	,066	4,280	3	181

### Coefficientes<sup>a</sup>

Modelo		Coefficients no estandarizados		Coefficients estandarizados	t	Sig.	Correlaciones	
		B	Desv. Error	Beta			Orden cero	Parcial
1	(Constanta)	,821	,017		48,428	,000		
	cap_ii	,019	,053	,029	,364	,717	-,053	,027
	cap_con	-,138	,056	-,204	-2,478	,014	-,065	-,181
	cap_asig	-,141	,042	-,296	-3,328	,001	-,184	-,240

Fuente: Salida resultados SPSS

**4.1.2. Correlación entre el *inversor institucional* y el cumplimiento de recomendaciones relacionadas con *estructura y composición* del consejo**

*H2. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con el seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno corporativo referentes a la composición y estructura del consejo de administración.*

**Tabla 12. Resultado del modelo de regresión lineal H2**

**Resumen del modelo**

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación	Estadísticos de cambio			
					Cambio en R cuadrado	Cambio en F	gl1	gl2
1	,324 <sup>a</sup>	,105	,090	,117239	,105	7,075	3	181

**Coefficientes<sup>a</sup>**

Modelo		Coefficients no estandarizados		Coefficients estandarizados Beta	t	Sig.	Correlaciones	
		B	Desv. Error				Orden cero	Parcial
1	(Constant)	,914	,019		47,784	,000		
	cap_ii	-,113	,060	-,148	-1,895	,060	-,233	-,139
	cap_con	-,115	,063	-,148	-1,830	,069	,021	-,135
	cap_asig	-,151	,048	-,276	-3,160	,002	-,267	-,229

*Fuente: Salida resultados SPSS*

### 4.1.3. Correlación entre el *inversor institucional* y el cumplimiento de las recomendaciones relacionadas con la *independencia* del consejo de administración

H3. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con el seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno corporativo referentes a la independencia del consejo de administración.

**Tabla 13. Resultado del modelo de regresión lineal H3**

### Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación	Cambio en R cuadrado	Estadísticos de cambio		
						Cambio en F	gl1	gl2
1	,142 <sup>a</sup>	,020	,004	,095889	,020	1,248	3	181

### Coefficientes<sup>a</sup>

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.	Correlaciones	
		B	Desv. Error				Beta	Orden cero
1	(Constant)	,988	,016		63,10	,000		
	cap_ii	-,021	,049	-,035	-,425	,672	-,045	-,032
	cap_con	-,093	,051	-,152	-1,803	,073	-,094	-,133
	cap_asig	-,044	,039	-,103	-1,125	,262	-,043	-,083

Fuente: Salida resultados SPSS

**4.1.4. Correlación entre el *inversor institucional* y el cumplimiento de las recomendaciones relacionadas con las *retribuciones* del consejo de administración**

*H4. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con el seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno corporativo referentes a la retribución del consejo de administración.*

**Tabla 14. Resultado del modelo de regresión lineal H4**

**Resumen del modelo**

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación	Estadísticos de cambio			
					Cambio en R cuadrado	Cambio en F	gl1	gl2
1	,201 <sup>a</sup>	,041	,025	,172925	,041	2,550	3	181

**Coefficientes<sup>a</sup>**

Modelo		Coefficients no estandarizados		Coefficients estandarizados Beta	t	Sig.	Correlaciones	
		B	Desv. Error				Orden cero	Parcial
1	(Constante)	,842	,028		29,82	,000		
	cap_ii	,130	,088	,119	1,475	,142	,024	,109
	cap_con	,033	,093	,030	,360	,719	,104	,027
	cap_asig	-,160	,070	-,205	-2,274	,024	-,169	-,167

*Fuente: Salida resultados SPSS*

#### 4.1.5. Correlación entre el *inversor institucional* y el cumplimiento de las recomendaciones relacionadas con el *nombramiento de consejeros*

H5. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con el seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno corporativo referentes al nombramiento de consejeros.

**Tabla 15. Resultado del modelo de regresión lineal H5**

### Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación	Estadísticos de cambio			
					Cambio en R cuadrado	Cambio en F	gl1	gl2
1	,308 <sup>a</sup>	,095	,080	,222773	,095	6,322	3	181

### Coeficientes<sup>a</sup>

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados Beta	t	Sig.	Correlaciones	
		B	Desv. Error				Orden cero	Parcial
1	(Constant	,994	,036		27,35	,000		
	cap_ii	-,079	,113	-,054	-,694	,488	-,130	-,052
	cap_con	-,379	,119	-,258	-3,176	,002	-,094	-,230
	cap_asig	-,319	,091	-,309	-3,522	,001	-,206	-,253

*Fuente: Salida resultados SPSS*

Como se ha mostrado en las las regresiones lineales efectuadas para contrastar las hipótesis en relación al seguimiento de buenas practicas de gobierno corporativo, **la propiedad**

**representada por inversores institucionales no parece estar relacionado con el cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno**, ni en su cumplimiento global, ni en el seguimiento de las buenas prácticas de los aspectos más parecen interesar a este tipo de inversor. Por lo que no se puede afirmar con suficiente confianza que el accionista institucional esté relacionado con el seguimiento que las empresas hacen sobre el código de buen gobierno.

En todos los casos, los modelos explican muy poco de la varianza. Esto es debido a que otras muchas variables, no incluídas en el modelo, explican las variables dependientes.

Sin embargo, parece que los accionistas consejeros y otros accionistas significativos, si están relacionados con el seguimiento de buenas prácticas. Solo se muestra un nivel de significación válido en la relación existente entre el cumplimiento global de las recomendaciones y accionistas significativos (Tabla 20), y entre el capital en manos de consejeros y accionistas significativos y las recomendaciones sobre el nombramiento de consejeros (Tabla 24). En ambos casos, ambos tipos de accionistas se encuentran relacionados levemente, con un p-valor de 0,001. A su vez, existe un valor beta negativo en el capital de accionistas significativos, lo que se significa que a mayor porcentaje de propiedad en manos de este tipo de accionistas, menor cumplimiento existe de las recomendaciones de buen gobierno.

## 4.2. Regresiones de conducta y comportamiento del consejo de administración

### 4.2.1. Correlación entre el *inversor institucional* y la *dinámica del consejo de administración*

H6. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con el esfuerzo del consejo de administración, medido por el número de reuniones que se mantienen.

Tabla 16. Resultado del modelo de regresión lineal H6

Resumen del modelo				
Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
1	,352 <sup>a</sup>	,124	,109	3,386018

### Coefficientes<sup>a</sup>

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.	Correlaciones	
		B	Desv. Error	Beta			Orden cero	Parcial
1	(Constante)	11,913	,553		21,558	,000		
	cap_ii	-2,523	1,724	-,113	-1,464	,145	-,034	-,108
	cap_con	-8,234	1,815	-,362	-4,536	,000	-,334	-,319
	cap_asig	-,094	1,377	-,006	-,069	,945	,123	-,005

Fuente: Salida resultados SPSS

El resultado arrojado por esta regresión es que la **presencia de inversores institucionales no está relacionada con el esfuerzo y la dinámica del consejo de administración**, medido por el número de reuniones que mantiene. Es decir, no se puede aceptar un nivel de relación significativo ya que el nivel de confianza reflejado en el p-valor es muy bajo (sig. > 0.005).

En este caso el modelo de regresión obtenido explica tan solo un 12% de la varianza, lo que significa que existe otra mucha información fuera del modelo planteado que explicaría el 88% restante. Sin embargo, el modelo ajustado proporciona un 100% de confianza (Tabla 26).

Por otro lado, los resultados muestran que el modelo explica con mucha confianza, pero solo lo hace a través de la variable (cap\_con), es decir, la propiedad en manos del consejo. Es decir, es la única variable explicativa que se relaciona con el número de reuniones que mantiene el consejo al 100% de confianza. En el caso de las otras dos variables independientes (cap\_ii y cap\_asig), no se puede aceptar un nivel de relación significativo ya que el nivel de confianza reflejado en el p-valor es muy bajo (sig. > 0.005). Adicionalmente, se obtiene un coeficiente beta del capital en manos del consejo (cap\_con) negativo, lo que significa, que a mayor propiedad en manos de los consejeros, la dinámica y el esfuerzo del consejo parece ralentizarse. Es decir, se reúnen en menos ocasiones.

#### 4.2.2. Correlación entre el *inversor institucional* y la *diversidad del consejo de administración*

H7. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con la diversidad del consejo de administración, medida por el número de consejeras existente.

**Tabla 17. Resultado del modelo de regresión lineal H7**

Resumen del modelo				
Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
1	,386 <sup>a</sup>	,149	,135	1,242

#### Coefficientes<sup>a</sup>

Modelo	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.	Correlaciones	
	B	Desv. Error	Beta			Orden cero	Parcial
1(Constante)	3,010	,203		14,844	,000		
cap_ii	1,925	,633	,231	3,043	,003	,198	,221
cap_con	-3,114	,666	-,368	-4,674	,000	-,288	-,328
cap_asig	-1,598	,505	-,269	-3,163	,002	,012	-,229

*Fuente: Salida resultados SPSS*

El resultado de esta regresión muestra que **los inversores institucionales si están relacionados con la diversidad del consejo de administración.**

Al contrastar el número de mujeres presentes en los consejos de administración de las empresas estudiadas con los diferentes tipos de propiedad, resulta un modelo que explica la relación existente, al 100% el 15% de la varianza. (Tabla 25).

En comparación con el resto de tipología de accionistas, estos también están relacionados con la diversidad del consejo y explican el modelo de manera significativa. Al 100% de confianza el capital en manos del consejo (cap\_con) y al 95% inversores institucionales y otros accionistas significativos (cap\_ii y cap\_asig).

Mientras que a mayor volumen de participación institucional, más mujeres se sientan en los consejos de administración, el signo beta negativo para los accionistas consejeros y accionistas significativos, muestra que a mayor peso de este tipo de accionistas, menor diversidad existe en los consejos de administración de sus empresas.

#### 4.2.3. Correlación entre el *inversor institucional* y la *presencia de consejeros en otros consejos de administración*

H8. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con las competencias y conocimientos aportados al consejo, medidos por la pertenencia de consejeros a otros consejos de administración.

**Tabla 18. Resultado del modelo de regresión lineal H8**

Resumen del modelo				
Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
1	,264 <sup>a</sup>	,070	,054	,172527

#### **Coeficientes<sup>a</sup>**

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.	Correlaciones	
		B	Desv. Error	Beta			Orden cero	Parcial
1	(Constant	,386	,028		13,716	,000		
	cap_ii	-,277	,088	-,251	-3,153	,002	-,176	-,228
	cap_con	-,163	,093	-,145	-1,766	,079	-,137	-,130
	cap_asig	,077	,070	,098	1,098	,274	,061	,081

*Fuente: Salida resultados SPSS*

En este caso, el modelo refleja que **la propiedad en manos de inversores institucionales se encuentra relacionada con la presencia de consejeros en otros consejos de administración.**

La inversión institucional es la única variable independiente que explica el modelo con

suficiente nivel de confianza, al 98%. El resultado obtenido es relevante, ya que en el resto de regresiones efectuadas la presencia de propiedad institucional no es significativa, sin embargo, parece que este aspecto importa en gran medida al inversor institucional.

En el caso de las otras dos variables independientes se relacionan sin nivel de confianza ( $\text{sig.} > 0.005$ ), por lo que no se puede afirmar su relación con la presencia de consejeros en otros consejos de administración. Si bien la varianza explicada del modelo en conjunto es muy baja, 7% y 5% ajustada (Tabla 27).

Paralelamente, el coeficiente beta obtenido para los inversores institucionales ( $\text{cap\_ii}$ ) es negativo, lo que significa que cuanto más propiedad en manos de institucionales, menos consejeros ocupan puestos en otros consejos de administración.

### 4.3. Regresiones de renovación del consejo de administración (board refreshment)

#### 4.3.1. Correlación entre el *inversor institucional* y la *independencia* del consejo de administración

H9. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con la independencia del consejo de administración, medida por el número de consejeros independientes.

**Tabla 19. Resultado del modelo de regresión lineal H9**

Resumen del modelo				
Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
1	,410 <sup>a</sup>	,168	,155	,124496

#### Coefficientes<sup>a</sup>

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.	Correlaciones	
		B	Desv. Error	Beta			Orden cero	Parcial
1	(Constant	,618	,020		30,407	,000		
	cap_ii	-,014	,063	-,017	-,220	,826	-,099	-,016
	cap_con	-,347	,067	-,404	-5,196	,000	-,204	-,360
	cap_asig	-,242	,051	-,401	-4,775	,000	-,210	-,334

Fuente: Salida resultados SPSS

El modelo obtenido refleja que **la propiedad en manos de inversores institucionales no está relacionada con la independencia del consejo de administración**, medida a través

del número de consejeros independientes que existen en sus consejos de administración.

El modelo obtenido explica, al 100% de confianza, el 17% de la varianza y 15,5% ajustada. Sin embargo, el p-valor (Sig.) para inversores institucionales (cap\_ii) es muy superior a 0.005, valor máximo considerado para hablar de suficiente confianza, por lo que no se puede afirmar que la propiedad institucional esté relacionada con una mayor presencia de consejeros independientes en el consejo de administración.

Los resultados muestran que solo los accionistas consejeros y otros accionistas significativos (cap\_con y cap\_asign), explican con el mayor nivel de confianza, del 100%, su relación con la presencia de consejeros independientes. Si bien esta relación, según indica el valor beta negativo para ambas variables (Tabla 28), significa que a mayor volumen de participación de este estos dos tipos de accionistas, menos independiente es el consejo. Es decir, menor número de consejeros independientes forman parte del consejo de administración.

#### 4.3.2. Correlación entre el *inversor institucional* y la *entrada de nuevos consejeros*

H10. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con la entrada de nuevos consejeros al consejo de administración.

**Tabla 20. Resultado del modelo de regresión lineal H10**

Resumen del modelo				
Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
1	,228 <sup>a</sup>	,052	,036	1,629

#### Coeficientes<sup>a</sup>

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados Betas	t	Sig.	Correlaciones	
		B	Desv. Error				Orden cero	Parcial
1	(Constante)	1,400	,266		5,268	,000		
	cap_ii	,566	,829	,055	,683	,496	,129	,051
	cap_con	-1,390	,873	-,132	-1,592	,113	-,195	-,117
	cap_asig	,752	,662	,102	1,135	,258	,190	,084

Fuente: Salida resultados SPSS

### 4.3.3. Correlación entre el *inversor institucional* y la *salida de consejeros*

H11. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con la salida de consejeros del consejo de administración.

**Tabla 21. Resultado del modelo de regresión lineal H11**

<b>Resumen del modelo</b>				
Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
1	,238 <sup>a</sup>	,057	,041	1,784

### **Coefficientes<sup>a</sup>**

Modelo		Coefficients no estandarizados		Coefficients estandarizados Beta	t	Sig.	Correlaciones	
		B	Desv. Error				Orden cero	Parcial
1	(Constant	1,277	,291		4,386	,000		
	cap_ii	1,422	,908	,125	1,565	,119	,185	,116
	cap_con	-1,149	,957	-,100	-1,202	,231	-,171	-,089
	cap_asig	,704	,725	,087	,971	,333	,190	,072

*Fuente: Salida resultados SPSS*

#### 4.3.4. Correlación entre el *inversor institucional* y la *rotación total de consejeros*

H12. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con la rotación total de consejo de administración.

Tabla 22. Resultado del modelo de regresión lineal H12

Resumen del modelo				
Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
1	,246 <sup>a</sup>	,060	,045	3,198

#### Coefficientes<sup>a</sup>

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.	Correlaciones	
		B	Desv. Error				Orden cero	Parcial
1	(Constante)	2,678	,522		5,131	,000		
	cap_ii	1,988	1,628	,098	1,221	,224	,168	,090
	cap_con	-2,539	1,714	-,122	-1,481	,140	-,194	-,109
	cap_asig	1,456	1,300	,100	1,120	,264	,202	,083

Fuente: Salida resultados SPSS

Los resultados obtenidos para la rotación de consejeros en el consejo de administración, muestran que **los inversores institucionales no están relacionados ni con la entrada de nuevos consejeros, ni con la salida de los existentes, ni con la rotación total de consejeros en el consejo de administración (Tablas 29, 30 y 31).**

En el análisis individualizado, la primera de esta serie de regresiones muestra que **los inversores institucionales no están relacionados con la entrada de consejeros**. En el análisis de la correlación con la entrada de consejeros, se obtiene un modelo con muy baja varianza explicada, es decir, un modelo explicativo sin nivel de confianza suficiente (sig. > 0.005). En este modelo de regresión, la propiedad institucional explica con un nivel de confianza muy bajo y no aceptable, al igual que ocurre con el resto de accionistas comparados. Ninguna de las tres variables explicativas, explica con un nivel de confianza suficiente (sig. >0.005), por lo que podemos afirmar que no existe relación entre la tipología de propiedad accionarial y la entrada de nuevos consejeros en el consejo de administración (Tabla 29).

Al igual que ocurría en el modelo anterior, **la inversión institucional no está relacionada con la salida de consejeros**. El análisis de la correlación con la baja de antiguos consejeros y su salida del consejo de administración, el modelo arroja un nivel de confianza insuficiente (sig. > 0.005), con muy baja varianza explicada. Como se explicitó anteriormente, los inversores institucionales no están relacionados con la salida de consejeros, al igual que ocurre con el resto de accionistas comparados. Es decir, ninguna de las tres variables explicativas, se relaciona con las bajas de consejeros en el consejo con suficiente nivel de confianza (sig.>0.005) (Tabla 30).

Por último, **los inversores institucionales tampoco tienen relación con la rotación total del consejo**. En el modelo que refleja el movimiento de consejeros, entradas más salidas de consejeros, la varianza explicada es más baja que en las regresiones anteriores, refiriéndose a que los movimientos en el consejo estarían relacionados con muchas otras variables más allá de las utilizadas como explicativas en la regresión. En este caso, la varianza ajustada no llega al 5%, es decir, el modelo no explica con suficiente nivel de confianza (sig. > 0,005) (Tabla 31).

El razonamiento de la falta de bondad de este modelo radica en que ninguna de las variables

explicativas, tipología de propiedad, explica de forma individual con suficiente nivel de confianza, encontrándose todos los niveles de significancia muy por encima del máximo valor aceptable 0,005 (incluso del 0,001). Por tanto, no solo no se correlaciona la rotación del consejo con la propiedad en manos de inversores institucionales, sino tampoco con ninguno de los otros tipos de accionistas comparados en el análisis.

#### 4.4. Correlación entre variables independientes

**Tabla 32. Correlación entre variables independientes**

		<b>Correlaciones</b>		
		CAPINSTITUCIONALES	CAPCONSEJEROS	CAPSIGNIFICATIVOS
CAPINSTITUCIONALES	Correlación de Pearson	1	-,228**	,434**
	Sig. (bilateral)		,002	,000
	N	185	185	185
CAPCONSEJEROS	Correlación de Pearson	-,228**	1	-,491**
	Sig. (bilateral)	,002		,000
	N	185	185	185
CAPSIGNIFICATIVOS	Correlación de Pearson	,434**	-,491**	1
	Sig. (bilateral)	,000	,000	
	N	185	185	185

\*\* . La correlación es significativa en el nivel 0,01 (bilateral).

		<b>Correlaciones</b>		
		CAPINSTITUCIONALES	CAPCONSEJEROS	CAPSIGNIFICATIVOS
CAPINSTITUCIONALES	Correlación de Pearson	1	-,233*	,357**
	Sig. (bilateral)		,020	,000
	N	99	99	99
CAPCONSEJEROS	Correlación de Pearson	-,233*	1	-,495**
	Sig. (bilateral)	,020		,000
	N	99	99	99
CAPSIGNIFICATIVOS	Correlación de Pearson	,357**	-,495**	1
	Sig. (bilateral)	,000	,000	
	N	99	99	99

\*. La correlación es significativa en el nivel 0,05 (bilateral).

\*\* . La correlación es significativa en el nivel 0,01 (bilateral).

*Fuente: Salida resultados SPSS*

En el análisis de correlación entre las distintas variables independientes utilizadas en los análisis de regresión, se obtiene que **las tres variables (cap\_ii; cap\_con; cap\_asig) están significativamente correlacionadas** (Tabla 32).

Esta correlación entre las variables independientes podría explicar que en diez de los doce casos estudiados en los análisis de regresión, el capital en manos de inversores institucionales aparezca como no significativo en su relación con las distintas variables dependientes. Tal como describe Gill, (1999). en algunos casos, una variable puede aparecer como insignificante para el modelo, pero la razón es la presencia de otras variables independientes que están fuertemente correlacionadas con la variable anterior. Por tanto, esta es una posible razón, a la luz de los resultados obtenidos, por la que exista tan poca relación de la inversión institucional con el gobierno corporativo de las empresas en las que invierten.

## ***Capítulo 5. Conclusiones de la investigación***

Esta tesis doctoral hace una contribución a la investigación realizada hasta el momento sobre el peso del inversor institucional sobre la toma de decisiones de gobierno corporativo que lleva a cabo el consejo de administración.

En la introducción de esta tesis doctoral se plantean tres preguntas de investigación:

a) ¿La presencia de inversión institucional, está relacionada significativamente con las decisiones estratégicas de gobierno corporativo de las empresas en las que están invirtiendo?

c) ¿La presencia de inversores institucionales tiene una relación significativa con el cumplimiento y seguimiento global de las recomendaciones del código de buen gobierno corporativo, y con el cumplimiento de determinadas recomendaciones de buenas prácticas que suscitan mayor interés para el inversor institucional?

A partir de estas preguntas surgen los objetivos de la investigación que se han perseguido en el análisis realizado. Los siguientes párrafos evalúan hasta qué punto se han logrado los objetivos planteados, exponiendo las principales conclusiones alcanzadas, los hallazgos más importantes, así como las futuras líneas de investigación que se derivan de este estudio.

## **5.1. Conclusiones sobre las hipótesis**

**Objetivo 1:** *Contribuir al entendimiento del activismo ejercido por el inversor institucional y sus implicaciones sobre el comportamiento de los consejos de administración en la toma de decisiones que afectan al gobierno corporativo de las compañías de las que forman parte, aportando luz sobre el creciente poder de los inversores institucionales y su influencia sobre determinados aspectos organizativos y estructurales de los consejos de administración de las compañías donde invierten.*

La revisión de literatura de esta tesis ha ayudado al entendimiento e integración de factores que sistematizan un marco teórico unificado del proceso activista del inversor institucional, cubriendo un vacío existente en la literatura en cuanto a la organización y orden de variables que rodean su activismo (Bolaños-Hervás & Bilbao-Calabuig, 2020). La dificultad de acceso a información privada y confidencial en el seno de las relaciones entre inversores y consejos de administración, no ha permitido profundizar en el ámbito de influencia real y descubrir qué se esconde detrás de decisiones críticas para el rumbo de las compañías en torno a su gobierno corporativo (Aggarwal et al., 2015), impidiendo comparar la efectividad entre los diferentes mecanismos para ejercer presión sobre los consejos de administración.

Por tanto, con esta tesis se ha conseguido en primera instancia identificar, agrupar y ordenar las principales líneas argumentales y evidencias empíricas sobre el activismo del inversor institucional, apoyándose en un mapa conceptual sobre las motivaciones, factores y mecanismos que intervienen sobre el mismo (Bolaños-Hervás & Bilbao-Calabuig, 2020).

El estudio desarrollado concluye que el caldo de cultivo para la generación del activismo institucional se crea a partir de las motivaciones intrínsecas del inversor junto con los factores que intervienen en su puesta en marcha, y conducen a diferentes modelos de comportamiento del inversor de cara a intervenir en las decisiones corporativas de las

compañías en las que participan. A su vez, este comportamiento parece repercutir de forma distinta en función de los mecanismos utilizados como transmisores de poder, ya sea por medio de relaciones personales entre inversores y consejeros, a través de propuestas al consejo para ser sometidas a votación en las juntas generales de accionistas o dejándose llevar por las recomendaciones de voto de *proxy advisors*.

**Objetivo 2:** *Examinar si existe relación significativa entre la inversión institucional y el seguimiento y un mayor cumplimiento de las recomendaciones de buenas prácticas de gobierno corporativo.*

**Tabla 23. Resumen de resultados del contraste de hipótesis sobre el seguimiento de recomendaciones de buen gobierno**

Hipótesis	Tipología de accionista	Confirmada/Rechazada	Nivel de significancia (p-valor)
<b>CUMPLIMIENTO DE BUENAS PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO</b>			
H1. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con el <i>cumplimiento global de las recomendaciones de buen gobierno corporativo</i> .	Capital en manos de inversores institucionales	<b>Rechazada</b>	0,717
H2. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con el seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno corporativo referentes a la <i>composición y estructura del consejo de administración</i> .	Capital en manos de inversores institucionales	<b>Rechazada</b>	0,060
H3. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con el seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno corporativo referentes a la <i>independencia del consejo de administración</i> .	Capital en manos de inversores institucionales	<b>Rechazada</b>	0,672
H4. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con el seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno corporativo referentes a la <i>retribución del consejo de administración</i> .	Capital en manos de inversores institucionales	<b>Rechazada</b>	0,142
H5. En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con el seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno corporativo referentes al <i>nombramiento de consejeros</i> .	Capital en manos de inversores institucionales	<b>Rechazada</b>	0,488

*Fuente: Elaboración propia*

Tras el contraste de las distintas hipótesis relacionadas con el seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno, los resultados obtenidos muestran que el capital en manos de inversores institucionales no está relacionado con el cumplimiento de buenas prácticas de gobierno corporativo (Tabla 33).

En esta tesis doctoral, se propuso investigar si la inversión institucional tiene una relación significativa con el cumplimiento y seguimiento global de las recomendaciones del código de buen gobierno corporativo, así como averiguar si la existencia de propiedad institucional tiene una relación significativa con el cumplimiento de determinadas recomendaciones de buenas prácticas de gobierno que suscitan mayor interés para el inversor institucional como plantea la literatura (Marquardt y Wiedman, 2016). En concreto, el cumplimiento de las recomendaciones relacionadas con la estructura y composición del consejo, su nivel de independencia, así como las recomendaciones relacionadas con retribuciones y nombramiento de consejeros. La pregunta que surgía en esta tesis estaba en línea con lo cuestionando por Bilbao-Calabuig & Rúa-Vieites, (2007), quiénes se preguntaban de igual forma si el seguimiento de las buenas prácticas de gobierno por parte de las empresas está relacionado de alguna manera con la existencia de la inversión institucional en estas compañías. Cuestionándose adicionalmente si lo que no han conseguido las recomendaciones de buen gobierno sujetas a la voluntad de los consejos de administración, lo puedan estar imponiendo los accionistas, y en particular los inversores institucionales, motivado por la creciente relevancia y el peso que está adquiriendo y su capacidad de mejorar e influir en el gobierno corporativo.

Tras las regresiones realizadas en esta tesis, el análisis concluye que la inversión institucional no parece correlacionar con el cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno. No existe relación ni con el cumplimiento global de las recomendaciones de buenas prácticas, ni en las recomendaciones que arropan los aspectos que son más relevantes para el inversor institucional. Por tanto, no se puede afirmar con suficiente

confianza que el accionista institucional tenga una relación directa con la mejora en la calidad de gobierno corporativo a través del seguimiento del código de buen gobierno, en consonancia con lo sugerido por Çelik & Isaksson, (2013). Sin embargo, sí existe una relación significativa entre las recomendaciones de buenas prácticas de gobierno corporativo y la propiedad en manos de consejeros y de otros accionistas significativos. De acuerdo con los resultados obtenidos, la presencia de accionistas significativos está relacionada con el cumplimiento global de buenas prácticas, y específicamente se relaciona con las recomendaciones sobre el nombramiento de consejeros. Estas últimas recomendaciones también se muestran relacionadas con el capital en manos de consejeros, a la luz de los resultados obtenidos.

La literatura ha reflejado como plausible este tipo de resultado, exponiendo que la mejora del gobierno corporativo no tiene que venir necesariamente precedida por la presencia de inversión institucional en sí misma. Es decir, la inversión institucional no tiene una relación directa con la calidad de gobierno corporativo o el grado en el que la propiedad institucional participa en su mejora (Çelik & Isaksson, 2013). La explicación que podría encontrarse detrás de este argumento es la referida a las grandes diferencias en la participación de la propiedad por las que se categorizan distintos tipos de inversores institucionales, y por tanto, con intereses dispares en relación al gobierno corporativo y que definen el modelo de negocio del inversor institucional. De acuerdo con Çelik & Isaksson, (2013), cuando la participación de la propiedad institucional en una determinada compañía no es una parte central de su modelo de negocio, es probable que las exigencias e intereses voluntarios destinados a mejorar la calidad del gobierno corporativo de la empresa en la que participan tengan una influencia limitada.

**Objetivo 3:** *Identificar si la dinámica del consejo de administración, que caracteriza su comportamiento y conducta, está relacionada significativamente con la presencia de inversión institucional en la propiedad.*

**Tabla 24. Resumen del contraste de hipótesis sobre la conducta y el comportamiento del consejo de administración**

Hipótesis	Tipología de accionista	Confirmada/Rechazada	Nivel de significancia (p-valor)
<b>CONDUCTA Y COMPORTAMIENTO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN</b>			
H6. <i>En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con el esfuerzo del consejo de administración, medido por el número de reuniones que se mantienen.</i>	Capital en manos de inversores institucionales	<b>Rechazada</b>	0,145
H7. <i>En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con la diversidad del consejo de administración, medida por el número de consejeras existente.</i>	Capital en manos de inversores institucionales	<b>Confirmada</b>	0,003
H8. <i>En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con las competencias y conocimientos aportados al consejo, medidos por la pertenencia de consejeros a otros consejos de administración.</i>	Capital en manos de inversores institucionales	<b>Confirmada</b>	0,002

*Fuente: Elaboración propia*

El estudio realizado demuestra que el comportamiento y la conducta del consejo de administración construido a partir de su dinámica, diversidad y competencias, se encuentran relacionados con la presencia de inversores institucionales en el capital de las empresas, en dos los aspectos analizados: diversidad y competencias del consejo (Tabla 34).

Primeramente, se ha demostrado que el número de mujeres presentes en los consejos de administración, aportando diversidad al mismo, se encuentra relacionado positivamente con la presencia de inversión institucional. Por tanto, a mayor volumen de participación de inversores institucionales en la propiedad de las empresas, más consejeras existen en sus consejos de administración. Conclusión alineada con lo sugerido por la literatura, en donde se refleja el interés del inversor institucional por la diversidad del consejo de

administración (Barzuza, 2019; Katz & McIntosh, 2016). En este sentido, investigaciones pasadas argumentan que las empresas con consejos principalmente dominados por hombres, son significativamente más propensas a ser blanco de las propuestas de nominación de consejeras por parte de los inversores institucionales (Barzuza, 2019). Esto podría estar relacionado, en consonancia con otros estudios, con la influencia que los *proxy advisors*, a través de sus recomendaciones, ejercen sobre los inversores institucionales a favor de la diversidad del consejo (Ertimur, Ferri, y Oesch 2013; Frankle et al., 2015; McCahery et al., 2016). Sin embargo, en comparación con el resto de accionistas (accionistas consejeros y otros accionistas significativos), aunque estos también se encuentran relacionados significativamente con la diversidad del consejo, en este caso la relación es en sentido contrario. Presentan una correlación negativa, es decir, a mayor peso de estos accionistas en el capital de las empresas, menos mujeres existen en los consejos de administración. Este resultado choca con argumentos científicos que abogan por contar con órganos de gobierno más plurales, sugiriendo la necesidad de buscar el equilibrio del consejo de administración por medio de su diversidad (Hilb, 2012) y con informes no académicos como el de PwC (2017), donde se argumenta tras las encuestas realizadas a diversos consejeros del Ibex 35, que una de las cuestiones más relevantes para el consejo al hablar de *board refreshment* es la generación de diversidad dentro del mismo.

Por otro lado, se ha esclarecido en la investigación que a mayor volumen de capital en manos de inversores institucionales menor número de consejeros ocupan puestos en otros consejos de administración. Aunque un mayor conocimiento y competencias aportadas por consejeros con una visión más amplia, pudiera fortalecer el consejo de administración como sugiere la literatura, parece que el inversor institucional se decanta por invertir en determinadas empresas, o influenciar en ellas, para que sus consejeros

tengan una dedicación exclusiva y mayor atención a un único consejo de administración.

Por último, la dinámica del consejo de administración, medida en este estudio por el número de veces que se reúne el consejo de administración, y que como define la literatura es un signo del esfuerzo del consejo, no se relaciona con la presencia de inversores institucionales. Solo se encuentra relacionada con la propiedad en manos del consejo. Son los consejeros quiénes deciden su dedicación y esfuerzo, pero los resultados concluyen que, a una mayor propiedad en manos de los consejeros, se ralentiza la dinámica generada en el consejo y el esfuerzo y dedicación al mismo. Es decir, se reúnen en menos ocasiones. Esta dinámica contradictoria en cuanto al esfuerzo y dedicación de los propios consejeros, forma parte del debate abierto desde hace tiempo en la literatura académica (Bhagat & Black, 2002; Dalton et al., 1998; Hermalin & Weisbach, 2003), y donde se pone de manifiesto la complejidad de la conducta del consejo de administración, existiendo relaciones indirectas y moderadores que afectan a los procesos dentro del consejo de administración y repercuten en su rendimiento, tal cual plantea el modelo de McIntyre & Murphy (2008).

**Objetivo 4:** *Vislumbrar si el creciente poder institucional manifestado a través de la propiedad en las empresas en las que participan, tiene relación significativa con los cambios de composición, organización y estructura del consejo, conocido en la literatura como board refreshment.*

**Tabla 25. Resumen del contraste de hipótesis sobre la renovación del consejo de administración (board refreshment)**

Hipótesis	Tipología de accionista	Confirmada/Rechazada	Nivel de significancia (p-valor)
<b>RENOVACIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN (BOARD REFRESHMENT)</b>			
H9. <i>En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con la independencia del consejo de administración, medida por el número de consejeros independientes.</i>	Capital en manos de inversores institucionales	<b>Rechazada</b>	0,826
H10. <i>En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con la entrada de nuevos consejeros al consejo de administración.</i>	Capital en manos de inversores institucionales	<b>Rechazada</b>	0,496
H11. <i>En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con la salida de consejeros del consejo de administración.</i>	Capital en manos de inversores institucionales	<b>Rechazada</b>	0,119
H12. <i>En comparación con otros tipos de propietarios, los inversores institucionales se relacionan significativamente con la rotación total de consejo de administración.</i>	Capital en manos de inversores institucionales	<b>Rechazada</b>	0,224

*Fuente: Elaboración propia*

Ninguna de las hipótesis planteadas en relación con el *board refreshment* han sido aceptadas.

Los diferentes modelos estadísticos desarrollados, a través de distintas regresiones lineales, demuestran que el inversor institucional no está relacionado con una mayor presencia de consejeros independientes en el consejo de administración, mientras que los accionistas miembros del consejo y otros accionistas significativos parecen tener un mayor interés por el nivel de independencia del consejo de administración. En contraste con lo sugerido por la literatura, en la que se plantea que los inversores activistas consideran que su gestión sobre el consejo es esencial para los temas relacionados con su composición, la planificación de la sucesión de consejeros, su diversidad o su

independencia (Katz & McIntosh, 2016).

Adicionalmente, se demuestra que la renovación del consejo de administración, mirada desde la rotación de consejeros, tampoco está relacionada con el capital institucional ni con las otras tipologías de propiedad, pudiendo existir otros motivos que influyen en las decisiones de incorporar a nuevos consejeros y sacar del consejo a los existentes. Este hallazgo choca también con lo expuesto en estudios científicos previos que consideran que la actualización o renovación del consejo de administración es un tema de interés tanto para inversores institucionales como para sus asesores de voto, *proxy advisors*, como uno de los aspectos clave a atajar en relación al gobierno corporativo de las compañías donde invierten, argumentando que la composición y estructura del consejo, la antigüedad de sus consejeros o la tipología y liderazgo de los mismos, se encuentran cada vez más bajo la supervisión de los grandes accionistas (Katz & McIntosh, 2016).

En cambio, la conclusión sugerida en esta tesis, se encuentra en línea con otros argumentos plasmados en la literatura, en los que se explican las decisiones críticas sobre la composición del consejo llevando a cabo acciones informales “detrás de la escena” (“*behind the scenes*”), en donde se utilizan las relaciones personales, conversaciones privadas y confidenciales para conseguir determinadas acciones y objetivos (Aggarwal et al., 2015).

## ***5.2. Discusión***

Esta tesis continúa investigaciones previas realizadas sobre el impacto que tiene la presencia de inversores institucionales en las decisiones de gobierno corporativo que afectan a la estructura de propiedad de una empresa, así como en los comportamientos de su consejo de administración y su iniciativa en seguir las recomendaciones de buen gobierno. El fin pretendido ha sido brindar más información que explique la coexistencia y posible relación entre la inversión institucional y las decisiones estratégicas de gobierno corporativo, que a la luz de la literatura académica está tomando relevancia y cogiendo peso frente a las decisiones tomadas por el consejo de administración.

El inversor institucional, que históricamente había sido un tipo de inversor muy poco activo (Roberts, 2015), ha ido sufriendo una fuerte transformación hacia una creciente expectativa para que utilice su enorme influencia tanto para adoptar estrategias que permitan mejorar el valor para los accionistas (Goyer, 2006), como para mejorar las prácticas de gobierno corporativo de las empresas de su cartera (Bebchuk et al., 2017). A lo largo de la revisión de literatura realizada en esta tesis, se ha evidenciado que la presencia e influencia de los inversores institucionales ha incrementado enormemente en las últimas décadas. Son parte del accionariado de las empresas más importantes del mundo y cada vez están jugando un papel más decisivo. Por lo tanto, queda patente que los inversores institucionales se han convertido en verdaderos agentes del cambio del futuro del mundo empresarial.

Sin embargo, a pesar de la creciente presencia de inversión institucional en las compañías cotizadas y la evolución del estudio científico en torno a su influencia de cara a conocer el impacto que ejercen en las decisiones de gobierno corporativo, no existen aún teorías y datos concluyentes que expliquen de una forma determinante

los efectos de un cambio en la balanza de poder de las decisiones corporativas, pasando del “*board-centric model*” – hacia un modelo de mayor empoderamiento del inversor y su activismo – “*investor-centric model*”. Y esta tesis doctoral es un ejemplo más. Aunque la literatura científica refleja su inquietud por la necesidad de incrementar o reajustar las responsabilidades y derechos de los diferentes actores por parte de los reguladores, en concreto inversores institucional y sus asesores (*proxy advisors*) con sus diferentes grados de poder, sobre las decisiones de gobierno corporativo que las empresas llevan a cabo (Goranova y Ryan, 2014), los resultados inconcluyentes sobre la influencia de los inversores institucionales en las decisiones críticas de gobierno, a los que se adhieren también los resultados de esta tesis doctoral, sugieren igualmente dudas al respecto del nivel de relación existente, y conducen a cuestionarse la necesidad de incidir en ello.

### ***5.3. Futuras líneas de investigación***

A partir de la contribución de este *trabajo* al estudio de la influencia del inversor institucional sobre las decisiones de gobierno corporativo, se proponen las siguientes líneas de investigación futuras:

1. Dada la multitud de combinaciones posibles de las variables que intervienen en el proceso activista, algunas de ellas de dificultoso acceso como se ha comentado a lo largo de esta tesis, y que complican la tarea de formar un cuerpo teórico sólido y unívoco en el campo del activismo del inversor, profundizar en las relaciones existentes entre factores y dichas variables permitiría explicar en qué medida afectan y repercuten los lazos de influencia del activismo institucional tanto en el desempeño de las compañías donde invierten los inversores institucionales, como en los beneficios

de los partícipes de este tipo de accionistas. Por tanto, investigar en las motivaciones, factores y mecanismos de influencia, especialmente en los *proxy advisors*, podría dar luz a un mejor entendimiento de la conducta e intereses del inversor institucional frente a asuntos de gobierno corporativo y su actitud en las empresas donde participa, de tal forma que fuera de ayuda tanto a la orientación de las nuevas regulaciones así como de cara a las medidas preventivas o proactivas que la empresas pueden tomar.

2. La separación en investigaciones previas entre las corrientes de activismo económico y social han dejado relaciones inexploradas. Por ello, es un reto futuro seguir profundizando en el efecto global del activismo institucional desde los distintos ámbitos de influencia. Avanzar sobre el impacto del activismo impulsado tanto por los objetivos económicos como en el desempeño social, para poder contestar a preguntas como las planteadas por Chung y Talaulicar (2010): “¿Hay algún caso en que el activismo impulsado financieramente beneficie a los accionistas a costa del desempeño social corporativo o viceversa?”. Paralelamente, y como ejemplo, una de las áreas que la literatura pone de manifiesto, y donde los inversores institucionales están ejerciendo influencia, es en relación con la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) y *Environmental, Social, and Governance* (ESG) (Katz, 2017; Kim et al, 2019), siguiendo la corriente que existe hoy en día de preocupación por temas sociales y medioambientales. Adentrarse en este campo de influencia, podría igualmente aportar luz sobre el nivel de activismo que los inversores institucionales están adoptando como impulsores de dichas iniciativas y movimientos aprovechando su gran poder de influencia (Natixis, 2019).
3. Ampliar el ámbito geográfico sería una de las posibles líneas futuras de investigación sugeridas para profundizar en torno a la influencia de la inversión institucional en relación con las decisiones de gobierno corporativo. La mayoría de la investigación

científica realizada en torno al activismo del accionista, y en concreto sobre el activismo del inversor institucional, proviene de Estados Unidos, no existiendo literatura en este ámbito que considere las diferencias culturales de distintos entornos empresariales, así como la influencia de diferentes modelos y entornos de gobierno corporativo, con distinta protección legal (Lopez Iturriaga & Pereira do Carmo, Ma Liduina, 2006). Por ello, comparar tipologías de empresas en distintos países, especialmente en el área geográfica europea por existir mayor carencia de estudios científicos, podría resultar de gran interés para conocer en qué medida la relación entre la propiedad institucional y las decisiones de los consejos de administración y su gobierno corporativo puede verse afectada.

4. Por último, dado que la literatura carece de estudios empíricos unívocos, que demuestren evidencias sobre el impacto y el nivel de influencia del inversor institucional sobre las decisiones de gobierno corporativo, y a la luz de las teorías del incremento de su poder y acción activista sobre las empresas donde invierten, según se ha recogido en esta tesis, se sugiere avanzar en la búsqueda de relaciones causa-efecto, usando metodologías estadísticas que lo permitan, y ajustando el efecto aparecido en esta tesis de la alta correlación entre las variables independientes que constituyen la distinta propiedad accionarial de las compañías.

## ***Bibliografía***

Acosta Alfaro, D., Barreda Orjeda, P., Díaz Fernández, I., & Visso Alarcón, D. (2016).

Prácticas de buen gobierno corporativo y su impacto en el valor de las empresas.

Aggarwal, R., Saffi, P. A., & Sturgess, J. (2015). The role of institutional investors in voting: Evidence from the securities lending market. *The Journal of Finance*, 70(5), 2309-2346.

Agudo, L. F., Sanjuán, I. M., & Fraile, I. A. (2010). Códigos de buen gobierno: Un análisis comparativo. especial incidencia en el caso español. *Aposta.Revista De Ciencias Sociales*, (46), 1-77.

Aguilera, R. V., Desender, K., Bednar, M. K., & Lee, J. H. (2015). Connecting the dots: Bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. *Academy of Management Annals*, 9(1), 483-573.

Akyol, A. C., Lim, W. F., & Verwijmeren, P. (2012). Shareholders in the boardroom: Wealth effects of the SEC's proposal to facilitate director nominations. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(5), 1029-1057.

Alina, G., & Bogdan, B. (2015a). The role of codes of good practice in corporate governance. *Annals of the University of Oradea, Economic Science Series*, 24(2), 681-687. Retrieved from <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=117725785&authtype=shib&lang=es&site=ehost-live&scope=site&authtype=ip,shib>

- Alina, G., & Bogdan, B. (2015b). The role of codes of good practice in corporate governance. *Annals of the University of Oradea, Economic Science Series*, 24(2), 681-687.
- Amao, O., & Amaeshi, K. (2008). Galvanising shareholder activism: A prerequisite for effective corporate governance and accountability in nigeria. *Journal of Business Ethics*, 82(1), 119-130.
- Anand, A., Milne, F., & Purda, L. D. (2006). Voluntary adoption of corporate governance mechanisms. *Available at SSRN 921450*,
- Barnhart, S. W., Marr, M. W., & Rosenstein, S. (1994). Firm performance and board composition: Some new evidence. *Managerial and Decision Economics*, 15(4), 329-340.
- Barzusa, M. (2019). Proxy access for board diversity. *BUL Rev.*, 99, 1279.
- Bebchuk, L. A., & Hamdani, A. (2016). Independent directors and controlling shareholders. *U.Pa.L.Rev.*, 165, 1271.
- Bebchuk, L. A., & Hirst, S. (2010). Private ordering and the proxy access debate. *The Business Lawyer*, , 329-359.
- Beck, J. B., & Wiersema, M. F. (2011). 15 CEO dismissal: The role of the broader governance context. *The Handbook of Research on Top Management Teams*, , 396.
- Becker, B., Bergstresser, D., & Subramanian, G. (2013). Does shareholder proxy access improve firm value? evidence from the business roundtable's challenge. *The Journal of Law and Economics*, 56(1), 127-160.

- Berle, A., & Means, G. (1932). Private property and the modern corporation. *New York: Mac-Millan,*
- Bhandari, V., & Arora, A. (2016). Influence of shareholders' activism and firm-level variables on the corporate governance quality in india. *Indian Journal of Corporate Governance, 9(2), 122-147.*
- Bilbao Calabuig, P. (2004). Prácticas de buen gobierno y eficiencia empresarial: un modelo de gobierno corporativo para las empresas del IBEX35. *icade. Revista de la Facultad de Derecho, (61), 389-395.*
- Bilbao Calabuig, P. & Rodríguez Carrasco, J. M.. (2012). Gobierno corporativo, cultura y sistema legal: Un estado de la cuestión. *Revista Icade.Revista De Las Facultades De Derecho Y Ciencias Económicas Y Empresariales, (75), 143-162.*
- Bilbso Calabuig, P. & Rúa Vieites, A. R. (2007). El efecto de los códigos de buen gobierno españoles sobre el gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35. *icade. Revista de la Facultad de Derecho, (70), 57-90.*
- Black, F., & Litterman, R. (1992). Global portfolio optimization. *Financial Analysts Journal, 48(5), 28-43.*
- Bolaños Hervas, M.& Bilbao Calabuig, P. (2020). Poder y gobierno corporativo en manos del accionista: Un mapa conceptual del proceso de activismo del inversor institucional. *UCJC Business and Society Review (Formerly Known as Universia Business Review), 17(3), 18-51.*

- Borochin, P., & Yang, J. (2017). The effects of institutional investor objectives on firm valuation and governance. *Journal of Financial Economics*, *126*(1), 171-199.
- Boyson, N. M., & Mooradian, R. M. (2011). Corporate governance and hedge fund activism. *Review of Derivatives Research*, *14*(2), 169-204.
- Bratton, W. W., & Wachter, M. L. (2010). The case against shareholder empowerment. *University of Pennsylvania Law Review*, , 653-728.
- Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., & Thomas, R. (2008). Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *The Journal of Finance*, *63*(4), 1729-1775.
- Brennan, N. M., & Solomon, J. (2008). Corporate governance, accountability and mechanisms of accountability: An overview. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, *21*(7), 885-906. doi:10.1108/09513570810907401
- Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith Jr, C. W. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, *20*, 267-291.
- Bunderson, J. S., & Sutcliffe, K. M. (2002). Comparing alternative conceptualizations of functional diversity in management teams: Process and performance effects. *Academy of Management Journal*, *45*(5), 875-893.
- Bushee, B. J., Carter, M. E., & Gerakos, J. (2013). Institutional investor preferences for corporate governance mechanisms. *Journal of Management Accounting Research*, *26*(2), 123-149.
- Bushee, B. J., & Noe, C. F. (2000). Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research*, , 171-202.

Cai, J., Garner, J. L., & Walkling, R. A. (2009). Electing directors. *The Journal of Finance*, 64(5), 2389-2421.

Campbell, J. T., Campbell, T. C., Sirmon, D. G., Bierman, L., & Tuggle, C. S. (2012). Shareholder influence over director nomination via proxy access: Implications for agency conflict and stakeholder value. *Strategic Management Journal*, 33(12), 1431-1451.

Capron, L. (2017). *Maria goranova and lori verstegen ryan (eds.), shareholder empowerment: A new era in corporate governance*. Los Angeles, CA: SAGE Publications. doi:10.1177/0001839216674447

Çelik, S., & Isaksson, M. (2013). Institutional investors as owners: Who are they and what do they do?

Choi, S., Fisch, J., & Kahan, M. (2009). The power of proxy advisors: Myth or reality. *Emory LJ*, 59, 869.

Clarke, T. (2005). Accounting for enron: Shareholder value and stakeholder interests. *Corporate Governance*, 13(5), 598-612. doi:10.1111/j.1467-8683.2005.00454.x

CNMV. (2012). *Documento elaborado por grupo de expertos para evaluar la actividad de los proxy advisors en relación con los emisores españoles respuesta al DP – ESMA*

CNMV (2019) *Glosario financiero [en línea]*. Disponible en:

<https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Glosario.aspx?id=0&letra=I&idlng=1> [consulta: 31 mayo 2019]

Coffee Jr, J. C., & Palia, D. (2015). The wolf at the door: The impact of hedge fund activism on corporate governance. *J.Corp.L.*, 41, 545.

- Cuervo, A. (2002). Corporate governance mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 84. Retrieved from <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=10452439&authtype=shib&lang=es&site=ehost-live&scope=site&authtype=ip,shib>
- Cuomo, F., Mallin, C., & Zattoni, A. (2016). Corporate governance codes: A review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 222-241.
- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella Jr., A. A. (2003). Corporate governance: Decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, 28(3), 371-382.
- Davis, G. F., & Useem, M. (2002). Top management, company directors and corporate control. *Handbook of Strategy and Management*, , 232-258.
- De La Cruz, A., Medina, A., & Tang, Y. (2019). Owners of the world's listed companies. *De La Cruz, A., A.Medina and Y.Tang (2019), "Owners of the World's Listed Companies", OECD Capital Market Series, Paris*,
- Del Guercio, D., & Hawkins, J. (1999). The motivation and impact of pension fund activism. *Journal of Financial Economics*, 52(3), 293-340.
- Del Guercio, D., Seery, L., & Woidtke, T. (2008). Do boards pay attention when institutional investor activists "just vote no"? *Journal of Financial Economics*, 90(1), 84-103.
- Vidal-Pardo, m. a. r. í. a. (2015). El nuevo código de buen gobierno de las sociedades cotizadas. *Actualidad Juridica (1578-956X)*, (40).

- Di Miceli da Silveira, Alexandre, Leal, R. P., Carvalhal, A., & Barros, Lucas Ayres B De C. (2007). Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. Available at SSRN 995764,
- Dodd, P., & Warner, J. B. (1983). On corporate governance: A study of proxy contests. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 401-438.
- Duan, Y., & Jiao, Y. (2016). The role of mutual funds in corporate governance: Evidence from mutual funds' proxy voting and trading behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(2), 489-513.
- Durnev, A., & Kim, E. H. (2005). To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. *The Journal of Finance*, 60(3), 1461-1493.
- ERISA. (1974). La ley federal ERISA (employee retirement income security act) . Retrieved from <https://www.dol.gov/general/topic/health-plans/erisa>
- Ertimur, Y., Ferri, F., & Oesch, D. (2013). Shareholder votes and proxy advisors: Evidence from say on pay. *Journal of Accounting Research*, 51(5), 951-996.
- Estévez Mendoza, C. I. (2019). Consejos de administración: Evolución de la literatura e impacto de los códigos de gobierno corporativo en las empresas cotizadas en España.
- Fagan, M. (2018). Third-party institutional proxy advisors: Conflicts of interest and roads to reform. *University of Michigan Journal of Law Reform*, 51(3), 621-641. Retrieved from <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=a9h&AN=129177877&authtype=shib&lang=es&site=ehost-live&scope=site&authtype=ip.shib>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.

- Farrell, B. J., & Cobbin, D. M. (1996). A content analysis of codes of ethics in Australian enterprises. *Journal of Managerial Psychology*,
- Ferris, S. P., Jagannathan, M., & Pritchard, A. C. (2003). Too busy to mind the business? monitoring by directors with multiple board appointments. *The Journal of Finance*, 58(3), 1087-1111.
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are busy boards effective monitors? *The Journal of Finance*, 61(2), 689-724.
- Finkelstein, S., & Mooney, A. C. (2003). Not the usual suspects: How to use board process to make boards better. *Academy of Management Executive*, 17(2), 101-113.
- Fisch, J. E., & Sepe, S. M. (2018). Shareholder collaboration. *SSRN Electronic Journal*, doi:10.2139/ssrn.3227113
- Fischer, P. E., Gramlich, J. D., Miller, B. P., & White, H. D. (2009). Investor perceptions of board performance: Evidence from uncontested director elections. *Journal of Accounting and Economics*, 48, 172-189. doi:10.1016/j.jacceco.2009.09.002
- Foley, S. (2015). Can US shareholders have too much democracy? Retrieved from <https://www.ft.com/content/7bef7b72-ef17-11e4-87dc-00144feab7de>
- Forbes, D. P., & Milliken, F. J. (1999). Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24(3), 489-505.
- Frank, E., & Daniel, F. (1991). The economic structure of corporate law.

- Frankle, D. H., Gregory, H. J., Varallo, G. V., & Lyons, C. H. (2014). Proceedings of the 2014 delaware business law forum: Director-centric governance in the golden age of shareholder activism. *Bus.Law.*, 70, 707.
- Frankle, D. H., Gregory, H. J., Varallo, G. V., & Lyons, C. H. (2015). *Proceedings of the 2014 delaware business law forum: Director-centric governance in the golden age of shareholder activism* American Bar Association.
- Gabrielsson, J., & Huse, M. (2004). Context, behavior, and evolution: Challenges in research on boards and governance. *International Studies of Management and Organization*, 34(2), 11-36.
- Gabrielsson, J., & Huse, M. (2008). Context, behaviour and evolution: Challenges in research on boards and governance. *The value creating board: Corporate governance and organizational behaviour* (pp. 10-32) doi:10.4324/9780203888711 Retrieved from <https://www.scopus.com/inward/record.uri?eid=2-s2.0-84909040141&doi=10.4324%2f9780203888711&partnerID=40&md5=e8261684cf28fde1526262c24f722845>
- Gabrielsson, J., & Winlund, H. (2000). Boards of directors in small and medium-sized industrial firms: Examining the effects of the board's working style on board task performance. *Entrepreneurship and Regional Development*, 12(4), 311-330.
- Gantchev, N., Gredil, O., & Jotikasthira, P. (2018). Governance under the gun: Spillover effects of hedge fund activism. *SSRN Electronic Journal*, doi:10.2139/ssrn.2356544
- Gill, J. (1999). The insignificance of null hypothesis significance testing. *Political Research Quarterly*, 52(3), 647-674.

- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 57(2), 275-305.
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2007). The evolution of shareholder activism in the united states. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(1), 55-73.
- Gillan, S., & Starks, L. T. (1998). A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence.
- Goyer, M., & Jung, D. K. (2011). Diversity of institutional investors and foreign blockholdings in france: The evolution of an institutionally hybrid economy. *Corporate Governance: An International Review*, 19(6), 562-584.
- Heinrich, A., & Pleines, H. (2006). Factors influencing the corporate governance of post-socialist companies. examples from the oil industry. *Экономический Журнал Высшей Школы Экономики*, 10(3)
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9(1), 7-26.
- Hilb, M. (2012). *New corporate governance: Successful board management tools* Springer.
- Hill, J. G. (2017). Good activist/bad activist: The rise of international stewardship codes. *Seattle UL Rev.*, 41, 497.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003a). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383-396.

- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003b). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383-396.
- Hirschman, A. O. (1970). *Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and states* Harvard university press.
- Huse, M. (2005). Corporate governance: Understanding important contingencies. *Corporate Ownership and Control*, 2(4), 41-50.
- Iliev, P., & Lowry, M. (2015). Are mutual funds active voters? *Review of Financial Studies*, 28(2), 446-485. doi:10.1093/rfs/hhu062
- Ingle, C., & Van Der Walt, N. (2005). Do board processes influence director and board performance? statutory and performance implications. *Corporate Governance*, 13(5), 632-653. doi:10.1111/j.1467-8683.2005.00456.x
- Jarrell, G. A., & Poulsen, A. B. (1987). Shark repellents and stock prices: The effects of antitakeover amendments since 1980. *Journal of Financial Economics*, 19(1), 127-168.
- 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. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Jørgensen, T. B., & Sørensen, D. (2012). Codes of good governance: National or global public values? *Public Integrity*, 15(1), 71-96.
- Judge, W. Q., Douglas, T. J., & Kutan, A. M. (2006). Institutional predictors of corporate governance legitimacy. submitted to. *Journal of Management*,

- Judge, W. Q., Gaur, A., & Muller-Kahle, M. I. (2010). Antecedents of shareholder activism in target firms: Evidence from a multi-country study. *Corporate Governance: An International Review*, 18(4), 258-273.
- Kahan, M., & Rock, E. (2011). The insignificance of proxy access. *Virginia Law Review*, , 1347-1434.
- Karpoff, J. M. (2001). The impact of shareholder activism on target companies: A survey of empirical findings.
- Katz, D. A., & McIntosh, L. A. (2016). Corporate governance update: Director tenure remains a focus of investors and activists. *Governance Directions*, 68(8), 500.
- Kautt, P. M., & Delone, M. A. (2006). Sentencing outcomes under competing but coexisting sentencing interventions: Untying the gordian knot. *Criminal Justice Review*, 31(2), 105-131.
- Kim, H., Kim, Y., & Mantecon, T. (2019). Short-term institutional investors and agency costs of debt. *Journal of Business Research*, 95, 195-210.
- Larcker, D. F., Richardson, S. A., & Tuna, A. (2005). How important is corporate governance? *How Important is Corporate Governance*,
- Leblanc, R., & Schwartz, M. (2008). Effective boards of directors: An examination of director behavioral-types. *Corporate Ownership and Control*, 5(2 B CONT. 1), 154-165.
- Lenssen, G., van den Berghe, L., Louche, C., Enric Ricart, J., ngel Rodrguez, M., & Snchez, P. (2005). Sustainability in the boardroom: An empirical examination of dow jones

- sustainability world index leaders. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 5(3), 24-41.
- Lipton, M., & Rosenblum, S. A. (2003). Election contests in the company's proxy: An idea whose time has not come. *The Business Lawyer*, , 67-94.
- Lopez Iturriaga, F. J., & Pereira do Carmo, Ma Liduina. (2006). Análisis internacional de los códigos de buen gobierno. *Universia Business Review*, (11)
- Love, I., & Klapper, L. F. (2002). *Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets* The World Bank.
- Lozano, J. F. (2000). The spanish code for good corporate governance (olivencia report): An ethical analysis. *Journal of Business Ethics*, 27(1), 175-180. Retrieved from <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=12129376&authtype=shib&lang=es&site=ehost-live&scope=site&authtype=ip,shib>
- Mallin, C. (2001). Institutional investors and voting practices: An international comparison. *Corporate Governance: An International Review*, 9(2), 118. Retrieved from <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=10452400&authtype=shib&lang=es&site=ehost-live&scope=site&authtype=ip,shib>
- Mallin, C. (2016) The role of institutional investors in corporate governance.  
En: *Corporate Governance*. Ed. por Mallin, C. Nueva York: Oxford University Press,108-143
- Mande, B. (2013). How use of knowledge, skills and cognition enhance board performance in nigerian market: A SEM-approach. *Issues in Social & Environmental Accounting*, 7(3), 139-164.

- Marquardt, C., & Wiedman, C. (2016). Can shareholder activism improve gender diversity on corporate boards? *Corporate Governance: An International Review*, 24(4), 443-461.
- Matsusaka, J. G., & Ozbas, O. (2014). Managerial accommodation, proxy access, and the cost of shareholder empowerment. Paper presented at the *AFA 2013 San Diego Meetings Paper*, 2.
- McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance*, 71(6), 2905-2932.
- McIntyre, M. L., & Murphy, S. A. (2008). Board of director performance reporting. *Corporate Governance*, 8(2), 165-178. doi:10.1108/14720700810863797
- McNulty, T., & Nordberg, D. (2016). Ownership, activism and engagement: Institutional investors as active owners. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 346-358.
- Mehta, S., & Chaudhari, J. (2016). The existence of behavioural factors among individual investors for investment decision in stock market: Evidence from indian stock market. *Global Journal of Research in Management*, 6(1), 57.
- Milidonis, A., & Stathopoulos, K. (2011). Do US insurance firms offer the “wrong” incentives to their executives? *Journal of Risk and Insurance*, 78(3), 643-672.
- Monks, R., & Minnow, N. (2011). *Corporate Governance*. JohnWiley & sons. Inc., USA,
- Natixis (2019) Looking for the best of both worlds. Investors turn to ESG to fulfill personal values and performance expectations. *Natixis Investor Insight Series*. - 47 - Disponible en: <https://www.im.natixis.com/en-institutional/resources/esg-investingsurvey-2019> [consulta: 26 mayo 2019]

OECD. (2015). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publishing.

OECD. (2017). Report of the Chair of the Working Group on the Future Size and Membership of the Organisation to Council - Framework for the Consideration of Prospective Members. In *Meeting of the OECD Council at Ministerial Level*.

Ortega, R. P. (2020). Principales novedades del texto revisado del “Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas”. *eXtoikos*, (23), 21-25.

Osadnik. (2016). *The hidden linkages between the formal and the informal structures of the board of directors: A transnational empirical study on boardroom behaviour*

Osma, B. G., Noguer, B. G. D. A., & Clemente, A. G. (2005). La investigación sobre earnings managements. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 34(127), 1001-1033.

Perea Ortega, R. (2020). Principales novedades del texto revisado del “Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas”. *eXtoikos*, (23), 21-25. Retrieved from <https://dialnet.unirioja.es/servlet/oaiart?codigo=7568268>

Pettigrew, A. M. (1992). On studying managerial elites. *Strategic Management Journal*, 13, 163–182.

Pugliese, A., Minichilli, A., & Zattoni, A. (2014). Integrating Agency and Resource Dependence Theory: Firm Profitability, Industry Regulation, and Board Tasks Performance. *Journal of Business Research*, 67(6), 1189–1200.

- PwC. (2016). The swinging pendulum: Board governance in the age of shareholder empowerment. Retrieved from <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gobierno-responsabilidad-corporativa/annual-corporate-directors-survey-pwc-2016.html>
- PwC. (2017). Consejos de administracion de las empresas cotizadas. Retrieved from <https://www.pwc.es/es/financiero/consejos-administracion-empresas-cotizadas.html>
- Pye, A., & Pettigrew, A. (2005). Studying board context, process and dynamics: Some challenges for the future. *British Journal of Management*, 16(SPEC. ISS.), S27-S38. doi:10.1111/j.1467-8551.2005.00445.x
- Roberts, J., McNulty, T., & Stiles, P. (2005). Beyond agency conceptions of the work of the non-executive director: Creating accountability in the boardroom. *British Journal of Management*, 16(SPEC. ISS.), S5-S6. doi:10.1111/j.1467-8551.2005.00444.x
- Roe, E. (1994). *Narrative policy analysis: Theory and practice* Duke University Press.
- Romano, R. (2001). Less is more: Making institutional investor activism a valuable mechanism of corporate governance. *Yale J.on Reg.*, 18, 174.
- Rose, P., & Sharfman, B. S. (2014). Shareholder activism as a corrective mechanism in corporate governance. *BYU L.Rev.*, , 1015.
- Ryan, L. V., & Schneider, M. (2002a). The antecedents of institutional investor activism. *Academy of Management Review*, 27(4), 554-573.
- Ryan, L. V., & Schneider, M. (2002b). The antecedents of institutional investor activism. *Academy of Management Review*, 27(4), 554-573.

- Sahut, J., & Gharbi, H. O. (2010). Institutional investors' typology and firm performance: The case of french firms. *International Journal of Business*, 15(1), 33.
- Sarkar, J., & Sarkar, S. (2000). Large shareholder activism in corporate governance in developing countries: Evidence from india. *International Review of Finance*, 1(3), 161-194.
- Sauerwald, S., van Oosterhout, J., Van Essen, M., & Peng, M. W. (2016). Proxy advisors and shareholder dissent: A cross-country comparative study. *Journal of Management*, , 0149206316675928.
- Shivdasani, A., & Yermack, D. (1999). CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 54(5), 1829-1853.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
- Smith, M. P. (1996a). Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS. *The Journal of Finance*, 51(1), 227-252.
- Smith, M. P. (1996b). Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS. *The Journal of Finance*, 51(1), 227-252.
- Solanas, A., Selvam, R., Navarro, J., & Leiva, D. (2012). Some common indices of group diversity: Upper boundaries. *Psychological Reports*, 111(3), 777-796.
- Tonello, M., & Gatti, M. (2019). Board-shareholder engagement practices: Findings from a survey of sec-registered companies. *Director Notes*, December,
- Useem, M. (1996). Shareholders as a strategic asset. *California Management Review*, 39(1)

- van Ees, H., van der Laan, G., & Postma, T. (2008). Trust and board task performance.
- van Woerkom, M., & Sanders, K. (2010). The romance of learning from disagreement. the effect of cohesiveness and disagreement on knowledge sharing behavior and individual performance within teams. *Journal of Business and Psychology*, 25(1), 139-149.
- Wade, J., O'Reilly, C. A., & Chandratat, I. (1990). Golden parachutes: CEOs and the exercise of social influence. *Administrative Science Quarterly*, 35(4), 587-603.
- Walt, N. v. d., & Ingley, C. (2003). Board dynamics and the influence of professional background, gender and ethnic diversity of directors. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), 218-234. doi:10.1111/1467-8683.00320
- Wan, D., & Ong, C. H. (2005). Board structure, process and performance: Evidence from publiclisted companies in singapore. *Corporate Governance*, 13(2), 277-290. doi:10.1111/j.1467-8683.2005.00422.x
- Ward, T. B., Smith, S. M., & Vaid, J. E. (1997). *Creative thought: An investigation of conceptual structures and processes*. American Psychological Association.
- Westphal, J. D., & Zajac, E. J. (1998). The symbolic management of stockholders: Corporate governance reforms and shareholder reactions. *Administrative Science Quarterly*, 43(1), 127-153.
- Westphal, J. D., & Bednar, M. K. (2005). Pluralistic ignorance in corporate boards and firms' strategic persistence in response to low firm performance. *Administrative Science Quarterly*, 50(2), 262-298.

- Westphal, J. D., & Khanna, P. (2003). Keeping directors in line: Social distancing as a control mechanism in the corporate elite. *Administrative Science Quarterly*, 48(3), 361-398.
- Wiersema, M. F., & Bowen, H. P. (2011). The relationship between international diversification and firm performance: Why it remains a puzzle. *Global Strategy Journal*, 1(1-2), 152-170.
- Wijbenga, F. H., Postma, T J B M, & Stratling, R. (2007). The influence of the venture capitalist's governance activities on the entrepreneurial firm's control systems and performance. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 31(2), 257-277.  
doi:10.1111/j.1540-6520.2007.00172.x
- Williams, K. Y., & O'Reilly, C. A. (1998). Demography and diversity in organizations: A review of 40 years of research. *Research in Organizational Behavior*, 20, 77-140.
- Zona, F., & Zattoni, A. (2007). Beyond the black box of demography: Board processes and task effectiveness within Italian firms. *Corporate Governance*, 15(5), 852-864.  
doi:10.1111/j.1467-8683.2007.00606.x
- Zattoni, A., & Cuomo, F. (2010). *How independent, competent and incentivized should non-executive directors be? An empirical investigation of good governance codes. British Journal of Management (Vol. 21).*
- Zhang, X., Liang, X., & Sun, H. (2013). Individualism–Collectivism, Private Benefits of Control, and Earnings Management: A Cross-Culture Comparison. *Journal of Business Ethics*, 114(4), 655–664.

## Anexos

### Anexo 1. Empresas muestra Ibx 35

Id	Año	Empresa
1	2013	ACCIONA, S.A.
2	2013	ACERINOX, S.A.
3	2013	ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCIÓN Y SERVICIOS, S.A.
4	2013	AMADEUS IT HOLDING, S.A.
5	2013	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.
6	2013	BANCO DE SABADELL, S.A.
7	2013	BANCO SANTANDER, S.A.
8	2013	BANKIA, S.A
9	2013	BANKINTER, S.A.
10	2013	CAIXABANK, S.A.
11	2013	DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN, S.A.
12	2013	ENAGÁS, S.A.
13	2013	FERROVIAL, S.A.
14	2013	GAMESA CORPORACIÓN TECNOLÓGICA, S.A.
15	2013	GRIFOLS, S.A.
16	2013	IBERDROLA, S.A.
17	2013	INDRA SISTEMAS, S.A.
18	2013	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A.
19	2013	INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.
20	2013	MAPFRE, S.A.
21	2013	MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN, S.A.
22	2013	RED ELÉCTRICA CORPORACIÓN, S.A.
23	2013	REPSOL, S.A
24	2013	TÉCNICAS REUNIDAS, S.A.
25	2013	TELEFÓNICA, S.A.
26	2013	VISCOFAN, S.A.
27	2014	ACCIONA, S.A.
28	2014	ACERINOX, S.A.
29	2014	ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCIÓN Y SERVICIOS, S.A.
30	2014	AMADEUS IT HOLDING, S.A.
31	2014	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.
32	2014	BANCO DE SABADELL, S.A.
33	2014	BANCO SANTANDER, S.A.
34	2014	BANKIA, S.A
35	2014	BANKINTER, S.A.
36	2014	CAIXABANK, S.A.
37	2014	DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN, S.A.
38	2014	ENAGAS, S.A.
39	2014	ENDESA, S.A.
40	2014	FERROVIAL, S.A.
41	2014	GAMESA CORPORACIÓN TECNOLÓGICA, S.A.
42	2014	GRIFOLS, S.A.
43	2014	IBERDROLA, S.A.
44	2014	INDRA SISTEMAS, S.A.
45	2014	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A.

*Cont. Empresas muestra Ibex 35*

<b>Id</b>	<b>Año</b>	<b>Empresa</b>
46	2014	INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.
47	2014	MAPFRE, S.A.
48	2014	MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN, S.A.
49	2014	OBRASCON HUARTE LAIN, S.A.
50	2014	RED ELÉCTRICA CORPORACIÓN, S.A.
51	2014	REPSOL, S.A.
52	2014	TÉCNICAS REUNIDAS, S.A.
53	2014	TELEFÓNICA, S.A.
54	2015	ACCIONA, S.A.
55	2015	ACERINOX, S.A.
56	2015	ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS, S.A.
57	2015	AENA, S.M.E., S.A.
58	2015	AMADEUS IT GROUP, S.A.
59	2015	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.
60	2015	BANCO DE SABADELL, S.A.
61	2015	BANCO SANTANDER, S.A.
62	2015	BANKIA, S.A.
63	2015	BANKINTER, S.A.
64	2015	CAIXABANK, S.A.
65	2015	CELLNEX TELECOM, S.A.
66	2015	DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACION, S.A.
67	2015	ENAGAS, S.A.
68	2015	ENDESA, S.A.
69	2015	FERROVIAL, S.A.
70	2015	GAS NATURAL SDG, S.A.
71	2015	GRIFOLS, S.A.
72	2015	IBERDROLA, S.A.
73	2015	INDRA SISTEMAS, S.A.
74	2015	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A.
75	2015	INMOBILIARIA COLONIAL, SOCIMI, S.A.
76	2015	INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.
77	2015	MAPFRE, S.A.
78	2015	MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION, S.A.
79	2015	MELIA HOTELS INTERNATIONAL S.A.
80	2015	MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A.
81	2015	RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.
82	2015	REPSOL, S.A.
83	2015	SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.
84	2015	TECNICAS REUNIDAS, S.A.
85	2015	TELEFONICA, S.A.
86	2015	VISCOFAN, S.A.
87	2016	ACCIONA, S.A.
88	2016	ACERINOX, S.A.
89	2016	ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS, S.A.
90	2016	AENA, S.M.E., S.A.

### *Cont. Empresas muestra Ibex 35*

<b>Id</b>	<b>Año</b>	<b>Empresa</b>
91	2016	AMADEUS IT GROUP, S.A.
92	2016	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.
93	2016	BANCO DE SABADELL, S.A.
94	2016	BANCO SANTANDER, S.A.
95	2016	BANKIA, S.A
96	2016	BANKINTER, S.A.
97	2016	CAIXABANK, S.A.
98	2016	CELLNEX TELECOM, S.A.
99	2016	DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACION, S.A.
100	2016	ENAGAS, S.A.
101	2016	ENDESA, S.A.
102	2016	FERROVIAL, S.A.
103	2016	GAS NATURAL SDG, S.A.
104	2016	GRIFOLS, S.A.
105	2016	IBERDROLA, S.A.
106	2016	INDRA SISTEMAS, S.A.
107	2016	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A.
108	2016	INMOBILIARIA COLONIAL, SOCIMI, S.A.
109	2016	INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.
110	2016	MAPFRE, S.A.
111	2016	MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION, S.A.
112	2016	MELIA HOTELS INTERNATIONAL S.A.
113	2016	MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A.
114	2016	RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.
115	2016	REPSOL, S.A.
116	2016	SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.
117	2016	TECNICAS REUNIDAS, S.A.
118	2016	TELEFONICA, S.A.
119	2016	VISCOFAN, S.A.
120	2017	ACCIONA, S.A.
121	2017	ACERINOX, S.A.
122	2017	ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS, S.A.
123	2017	AENA, S.M.E., S.A.
124	2017	AMADEUS IT GROUP, S.A.
125	2017	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.
126	2017	BANCO DE SABADELL, S.A.
127	2017	BANCO SANTANDER, S.A.
128	2017	BANKIA, S.A
129	2017	BANKINTER, S.A.
130	2017	CAIXABANK, S.A.
131	2017	CELLNEX TELECOM, S.A.
132	2017	DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACION, S.A.

*Cont. Empresas muestra Ibex 35*

<b>Id</b>	<b>Año</b>	<b>Empresa</b>
133	2017	ENAGAS, S.A.
134	2017	ENDESA, S.A.
135	2017	FERROVIAL, S.A.
136	2017	GAS NATURAL SDG, S.A.
137	2017	GRIFOLS, S.A.
138	2017	IBERDROLA, S.A.
139	2017	INDRA SISTEMAS, S.A.
140	2017	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A.
141	2017	INMOBILIARIA COLONIAL, SOCIMI, S.A.
142	2017	INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.
143	2017	MAPFRE, S.A.
144	2017	MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION, S.A.
145	2017	MELIA HOTELS INTERNATIONAL S.A.
146	2017	MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A.
147	2017	RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.
148	2017	REPSOL, S.A.
149	2017	SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.
150	2017	TECNICAS REUNIDAS, S.A.
151	2017	TELEFONICA, S.A.
152	2017	VISCOFAN, S.A.
153	2018	ACCIONA, S.A.
154	2018	ACERINOX, S.A.
155	2018	ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS, S.A.
156	2018	AENA, S.M.E., S.A.
157	2018	AMADEUS IT GROUP, S.A.
158	2018	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.
159	2018	BANCO DE SABADELL, S.A.
160	2018	BANCO SANTANDER, S.A.
161	2018	BANKIA, S.A.
162	2018	BANKINTER, S.A.
163	2018	CAIXABANK, S.A.
164	2018	CELLNEX TELECOM, S.A.
165	2018	CIE AUTOMOTIVE, S.A.
166	2018	ENAGAS, S.A.
167	2018	ENCE ENERGIA Y CELULOSA, S.A.
168	2018	ENDESA, S.A.
169	2018	FERROVIAL, S.A.

*Cont. Empresas muestra Ibex 35*

<b>Id</b>	<b>Año</b>	<b>Empresa</b>
170	2018	GRIFOLS, S.A.
171	2018	IBERDROLA, S.A.
172	2018	INDRA SISTEMAS, S.A.
173	2018	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A.
174	2018	INMOBILIARIA COLONIAL, SOCIMI, S.A.
175	2018	INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.
176	2018	MAPFRE, S.A.
177	2018	MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION, S.A.
178	2018	MELIA HOTELS INTERNATIONAL S.A.
179	2018	MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A.
180	2018	NATURGY ENERGY GROUP, S.A.
181	2018	RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.
182	2018	REPSOL, S.A.
183	2018	TECNICAS REUNIDAS, S.A.
184	2018	TELEFONICA, S.A.
185	2018	VISCOFAN, S.A.

## Anexo 2. Agrupación variables dependientes de buen gobierno

### Dependientes Código de Buen gobierno 2013-2014

lim_est	Limitaciones estatutarias
cot_inte	Cotización de sociedades integradas en grupos
com_junt	Competencias de la junta
inf_prev	Información previa sobre propuestas de acuerdo en junta general
vot_sep	Votación separada de asuntos
frac_vot	Fraccionamiento del voto
Int_soc	Interés social
com_cons	Competencias del consejo
tam_con	Tamaño
est_fun	Estructura funcional
dom_ind	Proporción entre consejeros dom. e indep.
con_inde	Número suficiente de consejeros independientes
exp_con	Explicación del carácter de los consejeros
div_gen	Diversidad de género
fun_pres	Funciones presidente
pre_eje	Presidente primer ejecutivo
sec	Secretario
des_ses	Desarrollo de las sesiones
inas_con	Inasistencias de los consejeros
obj_prop	Objeciones a las propuestas
eval_per	Evaluación periódica
info_cons	Información a los consejeros
ase_ext	Asesoramiento externo
ori_cons	Programa orientación nuevos consejeros
dedi	Dedicación
sel_cons	Selección, nombramiento y reelección de consejeros
info_publ	Información pública sobre consejeros
ces_dim	Cese y dimisión
ces_ind	Cese de independientes finalizado su mandato
rep_soc	Información de supuestos que perjudiquen el crédito o reputación de la sociedad
opo_cons	Oposición de los consejeros por propuestas contrarias al interés social
expl_ces	Explicación de razones de cese antes de término de mandato
acc_eje	Entrega de acciones, opciones o instrumentos financieros solo a ejecutivos
rem_ext	Remuneración a consejeros externos
rem_sesul	Remuneración sobre resultados
retr_vari	Cautelas técnicas en retribuciones variables
com_del	Composición de la comisión delegada
inf_cdel	Conocimiento por el consejo de asuntos tratados en comisión delegada
com_sup	Composición comisiones de supervisión y control
sup_cod	Supervisión de códigos internos de conducta por las comisiones de supervisión y control
com_aud	Cualificación y experiencia de los miembros del comité de auditoría
aud_int	Auditoría interna supervisada por el comité de auditoría
inf_aud	Información al comité de auditoría del responsable de auditoría interna
cont_ries	Política de control y gestión de riesgos
fun_aud	Funciones del comité de auditoría
conv_aud	Convocatoria del comité de auditoría de cualquier empleado o directivo
infau_cons	Informe previo del comité de auditoría al consejo
cuen_anu	Presentación de cuentas anuales sin salvedades
com_nom	Miembros de la comisión de nombr. y retrib.
fun_nom	Funciones de la comisión de nombramientos
nom_ejec	Consulta de la comisión de nombr. en materias sobre consejeros ejecutivos
fun_retr	Funciones comisión de retribuciones
retr_ejec	ejecutivos y altos ejecutivos

**Dependientes Código de Buen gobierno 2015-2018**

lim_est	Limitaciones estatutarias
cot_inte	Cotización de sociedades integradas en grupos
inf_gc	Información a la Junta de los aspectos más relevantes de gobierno corporativo
pol_com	Política de comunicación y contactos
emi_excl	No emisiones con exclusión dcho suscripción prefente por importe superior a p0% capital social
pub_web	Publicación en web de informes para la junta
trans_jun	Transmisión en directo de la Junta por la web
ca_lim	Cuentas anuales sin limitaciones o salvedades
web_ayd	Publicación en web de requisitos y procedimientos para asistir y ejercer el voto
prop_acc	Propuestas de accionistas para completar orden del día o nuevas propuestas
pol_pag	Política de pago de primas de asistencia
int_soc	Interés social
tam-adeq	Tamaño adecuado
pol_sele	Política selección
may_dei	Mayoría de dominicales e independientes
pro_dye	Proporción entre consejeros dominicales y no ejecutivos
mit_ind	Mitad consejeros independientes
inf_con	Información sobre consejeros en web
expl_dom	Explicaciones por nombramiento dominicales por accionistas con <3%
dim_dom	Dimisión dominicales cuando se vende participación
ncese_ind	No cese de independientes antes de fin de mandato
inf_impu	Información por imputación o apertura juicio oral
opos_prop	Oposición a propuestas contrarias al interés social
caus_cese	Explicación causas cese antes fin de mandato
disp_con	Suficiente disponibilidad y nº máx. consejos
reun_conse	Al menos 8 reuniones al año
insas_con	Inasistencias
act_nresu	Constancia en acta de temas no resueltos
ases_con	Asesoramiento a los consejeros
act_cono	Programas de actualización de conocimientos
ord_día	Orden del día claro sobre puntos para decisión
inf_movacc	Información movimientos en accionariado y opiniones de accionistas y otros
func_pre	Funciones presidente
con_coord	Facultades adicionales consejero coordinador
secr_bg	Secretario aplique recomendaciones buen gobierno
eval_con	Evaluación del consejo
estr_comej	Comisión ejecutiva estructura similar al consejo y mismo secretario
con_comej	El consejo conozca los asuntos tratados y decisiones adoptadas por comisión ejecutiva
com_aud	Miembros comisión auditoría con conocimientos de la materia y mayoría independientes
ext_audIn	Existencia auditoría interna
inf_comaud	Comisión auditoría conozca plan trabajo e incidencias que detecte la auditoría interna
fun_comaud	Funciones adicionales comisión auditoría
con_comaud	Comisión auditoría pueda convocar a cualquier empleado o directivo
mod_comud	Comisión auditoría tenga información sobre modificaciones estructurales o corporativas
pol_cont	Contenido política de control y gestión de riesgos
fun_cont	Existencia función de control y gestión de riesgos
con_cnr	Miembros CNR con conocimientos en la materia y mayoría independientes
sep_cnr	Comisión de nombramientos y de retribuciones separadas
cons_nom	C. Nombramientos consulte a presidente en materias relacionadas con consejeros ejecutivos
fun_comre	Funciones adicionales Comisión Retribuciones
cons_conej	C. Retribuciones consulte a presidente en materias relacionadas con consej. ejec. y altos directivos
reg_comsu	Comisiones supervisión y control con reglas consistentes al resto de comisiones obligatorias
sup_gc	Supervisión cumplimiento reglas gob. corp., codigos internos conducta y política RSC
cont_rsc	Contenido mínimo política RSC
inf_rsc	Información sobre RSC en informe gestión o informe especial
ret_ind	Retribución adecuada pero que no comprometa independencia de los no ejecutivos
retrva_eje	Retribución variable solo a ejecutivos
retrv_kpi	Política retrib. asegure que retr. variable está ligada al rendimiento profesional y no a evol. gral. mercado
dif_retrva	Diferimiento retribución variable
retr_aud	Remuneración ligada a los resultados tenga en cuenta las salvedades del auditor
retrv_acc	% importante remuneración variable de los ejecutivos en acciones o instrumentos financieros
limt_traacc	Limites a la transmisión de las acciones o ejercicio opciones ligadas a la remuneración
clau_cb	Existencia cláusulas claw-back
resu_contr	Pagos por resolución contrato no superior a dos años remuneración total y pago diferido

### Anexo 3. Resumen agrupación variables dependientes de buen gobierno

Estructura y composición		Independencia		Diversidad		Nombramientos		Remuneraciones	
com_cons	Competencias del consejo	dom_ind	Proporción entre consejeros dom. e indep.	div_gen	Diversidad de género	sel_cons	Selección, nombramiento y reelección de consejeros	rem_ext	Remuneración a consejeros externos
tam_con	Tamaño	con_inde	Numero sufciente de consejos independientes			ces_dtm	Cese y dimisión	rem_sesul	Remuneración sobre resultados
est_fun	Estructura funcional	ces_ind	Cese de independientes finalizado su mandato			pol_sele	Política selección	ret_vari	Cautelas técnicas en retribuciones variables
exp_con	Explicación del carácter de los consejeros	may_dei	Mayoría de dominicales e independientes			dim_dom	Dimisión dominicales cuando se vende participación	pol_pag	Política de pago de primas de asistencia
fun_pres	Funciones presidente	ncese_ind	No cese de independientes antes de fin de mandato			caus_cese	Explicación causas cese antes fin de mandato	ret_ind	Retribución adecuada pero que no comprometa independencia de los no ejecutivos
pre_eje	Presidente primer ejecutivo	com_aud	Miembros comisión auditoría con conocimientos de la materia y mayoría independientes					retva_eje	Retribución variable solo a ejecutivos
com_del	Composición de la comisión delegada	con_ctr	Miembros CNR con conocimientos en la materia y mayoría independientes					retv_kpi	Política retrib. asegure que retrib. variable está ligada al rendimiento profesional y no a evol. gral. mercado
com_sup	Composición comisiones de supervisión y control							dif_reva	Diferenciamto retribución variable
com_aud	Calificación y experiencia de los miembros del comité de auditoría							ret_aud	Remuneración ligada a los resultados tenga en cuenta las salvedades del auditor
com_nom	Miembros de la comisión de nombr. y retrib.							retv_acc	% importante remuneración variable de los ejecutivos en acciones o instrumentos financieros
fun_retr	Funciones comisión de retribuciones							resu_cont	Pagos por resolución contrato no superior a dos años remuneración total y pago diferido
tam_adeq	Tamaño adecuado								
pro_dye	Proporción entre consejeros dominicales y no ejecutivos								
disp_con	Suficiente disponibilidad y nº máx. consejos								
func_pre	Funciones presidente								
est_conej	Comisión ejecutiva estructura similar al consejo y mismo secretario								
ext_audn	Existencia auditoría interna								
fun_conaud	Funciones adicionales comisión auditoría								
sep_ctr	Comisión de nombramientos y de retribuciones separadas								
fun_comre	Funciones adicionales Comisión Retribuciones								
fun_nom	Funciones de la comisión de nombramientos								

### *Anexo 4. Datos cumplimiento de recomendaciones de buenas prácticas*

<b>Empresas</b>	<b>cap_ii</b>	<b>cap_con</b>	<b>cap_asig</b>	<b>cum_cbg</b>	<b>cum_comp</b>	<b>cum_ind</b>	<b>cum_nom</b>	<b>cum_retr</b>
1	0,000	0,003	0,552	0,858	1,000	0,667	1,000	0,667
2	0,030	0,001	0,561	0,906	0,875	0,667	1,000	1,000
3	0,000	0,139	0,295	0,906	0,875	0,667	1,000	1,000
4	0,211	0,001	0,262	0,764	0,813	0,667	1,000	0,333
5	0,000	0,001	0,000	0,943	0,875	1,000	1,000	1,000
6	0,080	0,011	0,130	0,915	1,000	1,000	1,000	0,667
7	0,000	0,011	0,000	0,925	1,000	1,000	1,000	0,667
8	0,000	0,000	0,684	0,906	1,000	1,000	1,000	1,000
9	0,000	0,292	0,000	0,962	0,875	1,000	1,000	1,000
10	0,643	0,021	0,622	0,877	0,750	0,667	1,000	0,667
11	0,080	0,000	0,169	0,858	0,875	1,000	1,000	0,667
12	0,130	0,050	0,130	0,915	1,000	1,000	1,000	1,000
13	0,078	0,427	0,078	0,887	0,875	1,000	1,000	1,000
14	0,111	0,001	0,308	0,981	1,000	1,000	1,000	1,000
15	0,173	0,076	0,398	0,858	0,813	0,667	1,000	1,000
16	0,167	0,001	0,314	0,953	1,000	1,000	1,000	1,000
17	0,150	0,044	0,465	0,981	1,000	1,000	1,000	1,000
18	0,093	0,594	0,000	0,906	1,000	0,667	1,000	1,000
19	0,236	0,001	0,248	0,896	0,875	1,000	1,000	0,667
20	0,677	0,001	0,677	0,934	0,813	1,000	1,000	1,000
21	0,000	0,000	0,589	0,849	0,875	1,000	1,000	1,000
22	0,135	0,000	0,305	0,943	1,000	1,000	1,000	1,000
23	0,064	0,000	0,371	0,887	0,813	1,000	1,000	1,000
24	0,050	0,403	0,050	0,877	0,938	1,000	1,000	1,000
25	0,039	0,002	0,162	0,868	0,875	0,667	1,000	0,667
26	0,172	0,007	0,223	0,962	1,000	1,000	1,000	1,000
27	0,010	0,003	0,550	0,868	1,000	0,667	1,000	0,667
28	0,112	0,000	0,582	0,906	0,875	1,000	1,000	1,000
29	0,000	0,193	0,210	0,906	0,875	0,667	1,000	1,000
30	0,172	0,001	0,172	0,802	0,813	0,667	1,000	0,667
31	0,000	0,001	0,000	0,972	1,000	1,000	1,000	1,000
32	0,049	0,008	0,124	0,915	1,000	1,000	1,000	0,667
33	0,000	0,009	0,000	0,925	1,000	1,000	1,000	0,667
34	0,055	0,000	0,677	0,906	1,000	1,000	1,000	1,000
35	0,000	0,288	0,053	0,962	0,875	1,000	1,000	1,000
36	0,590	0,019	0,590	0,896	0,625	0,667	1,000	0,667
37	0,112	0,001	0,201	0,840	0,875	1,000	1,000	0,667
38	0,080	0,050	0,080	0,915	1,000	1,000	1,000	1,000
39	0,055	0,000	0,757	0,849	0,813	1,000	1,000	0,667
40	0,000	0,422	0,000	0,925	0,875	1,000	1,000	1,000
41	0,089	0,001	0,286	0,981	1,000	1,000	1,000	1,000
42	0,109	0,076	0,335	0,840	0,875	0,667	1,000	1,000
43	0,127	0,001	0,202	0,953	1,000	1,000	1,000	1,000
44	0,100	0,005	0,426	0,962	1,000	1,000	1,000	1,000
45	0,093	0,594	0,051	0,925	1,000	0,667	1,000	1,000
46	0,280	0,001	0,352	0,887	0,813	1,000	1,000	0,667
47	0,678	0,001	0,678	0,925	0,750	1,000	1,000	1,000
48	0,030	0,000	0,482	0,868	0,875	1,000	1,000	1,000
49	0,401	0,001	0,625	0,906	0,875	1,000	1,000	0,667
50	0,100	0,000	0,263	0,943	1,000	1,000	1,000	1,000
51	0,092	0,000	0,301	0,934	0,938	1,000	1,000	1,000
52	0,050	0,387	0,050	0,887	0,938	1,000	1,000	1,000
53	0,038	0,002	0,153	0,858	0,875	0,667	1,000	0,667
54	0,598	0,001	0,598	0,703	0,667	1,000	0,833	0,875
55	0,075	0,000	0,509	0,703	0,889	0,875	1,000	0,625
56	0,000	0,191	0,180	0,703	0,722	0,875	0,833	0,875
57	0,027	0,077	0,537	0,586	0,667	1,000	0,667	0,125
58	0,232	0,001	0,203	0,680	0,778	1,000	0,833	0,750
59	0,000	0,001	0,000	0,797	0,944	1,000	1,000	0,875
60	0,072	0,006	0,147	0,789	1,000	1,000	1,000	0,813

*Cont. Datos cumplimiento de recomendaciones de buenas prácticas*

61	0,000	0,008	0,000	0,820	1,000	1,000	1,000	0,875
62	0,000	0,000	0,642	0,797	0,889	1,000	1,000	0,875
63	0,035	0,289	0,088	0,828	1,000	1,000	1,000	0,875
64	0,578	0,019	0,578	0,758	0,889	1,000	1,000	1,000
65	0,226	0,000	0,612	0,570	0,444	1,000	0,167	0,813
66	0,226	0,002	0,226	0,680	0,778	1,000	1,000	0,750
67	0,046	0,050	0,046	0,758	0,778	1,000	0,833	0,813
68	0,000	0,000	0,701	0,695	0,889	1,000	0,667	0,813
69	0,030	0,397	0,030	0,734	0,833	1,000	1,000	0,750
70	0,685	0,000	0,685	0,609	0,667	1,000	0,167	0,500
71	0,130	0,004	0,436	0,695	0,722	1,000	1,000	0,625
72	0,158	0,002	0,192	0,797	0,944	1,000	1,000	0,938
73	0,169	0,003	0,545	0,734	0,778	1,000	1,000	0,875
74	0,093	0,594	0,051	0,758	1,000	1,000	1,000	0,875
75	0,170	0,146	0,381	0,695	0,722	0,750	0,833	0,813
76	0,126	0,002	0,302	0,750	0,889	1,000	1,000	0,813
77	0,678	0,000	0,678	0,641	0,667	0,750	0,667	0,688
78	0,070	0,000	0,531	0,602	0,778	1,000	0,167	0,750
79	0,000	0,583	0,000	0,641	0,722	0,875	0,667	0,750
80	0,255	0,013	0,291	0,664	0,722	1,000	0,667	0,875
81	0,031	0,000	0,231	0,641	0,722	1,000	0,500	0,750
82	0,051	0,001	0,260	0,719	0,889	1,000	0,667	0,750
83	0,030	0,001	0,238	0,781	1,000	1,000	1,000	0,750
84	0,050	0,373	0,050	0,641	0,611	1,000	0,667	0,875
85	0,036	0,002	0,146	0,703	0,667	1,000	1,000	0,688
86	0,122	0,008	0,202	0,758	0,833	1,000	1,000	0,938
87	0,041	0,002	0,601	0,727	0,833	1,000	0,833	0,875
88	0,090	0,000	0,485	0,711	0,889	1,000	1,000	0,625
89	0,030	0,134	0,210	0,695	0,667	0,875	0,833	1,000
90	0,033	0,077	0,543	0,609	0,778	1,000	0,667	0,125
91	0,270	0,001	0,250	0,664	0,722	1,000	0,667	0,625
92	0,000	0,001	0,000	0,797	0,944	1,000	1,000	0,875
93	0,071	0,005	0,071	0,797	1,000	1,000	1,000	0,875
94	0,000	0,008	0,000	0,820	0,944	1,000	1,000	0,875
95	0,000	0,000	0,659	0,797	0,889	1,000	1,000	0,875
96	0,033	0,289	0,093	0,828	1,000	1,000	1,000	0,875
97	0,463	0,009	0,463	0,758	0,889	1,000	1,000	1,000
98	0,216	0,000	0,606	0,609	0,500	1,000	0,333	0,813
99	0,162	0,003	0,162	0,680	0,778	1,000	0,667	0,750
100	0,046	0,050	0,046	0,742	0,778	1,000	1,000	0,875
101	0,000	0,000	0,701	0,703	0,889	1,000	0,667	0,813
102	0,030	0,314	0,080	0,703	0,722	0,875	1,000	0,750
103	0,200	0,000	0,685	0,609	0,667	1,000	0,833	0,500
104	0,100	0,004	0,408	0,695	0,722	1,000	1,000	0,625
105	0,147	0,002	0,177	0,805	1,000	1,000	1,000	0,938
106	0,165	0,003	0,498	0,719	0,889	1,000	0,333	0,875
107	0,093	0,594	0,051	0,695	1,000	1,000	0,333	0,875
108	0,184	0,116	0,309	0,773	0,833	1,000	1,000	0,875
109	0,201	0,001	0,437	0,750	0,889	1,000	1,000	0,813
110	0,677	0,001	0,677	0,734	0,722	1,000	0,667	0,938
111	0,061	0,000	0,563	0,641	0,833	1,000	0,167	0,875
112	0,030	0,520	0,030	0,641	0,722	1,000	0,667	0,750
113	0,379	0,003	0,379	0,680	0,778	1,000	0,667	0,750
114	0,040	0,000	0,240	0,680	0,778	1,000	0,500	0,875
115	0,048	0,001	0,232	0,719	0,889	1,000	0,667	0,750
116	0,043	0,001	0,240	0,773	1,000	1,000	1,000	0,750
117	0,061	0,373	0,061	0,672	0,778	1,000	0,667	0,750
118	0,052	0,002	0,167	0,711	0,667	1,000	1,000	0,625
119	0,154	0,009	0,314	0,758	0,833	1,000	1,000	0,938
120	0,000	0,004	0,562	0,781	0,833	1,000	1,000	0,875

*Cont. Datos cumplimiento de recomendaciones de buenas prácticas*

121	0,061	0,000	0,426	0,641	0,833	1,000	1,000	0,250
122	0,058	0,137	0,108	0,734	0,778	1,000	0,833	1,000
123	0,033	0,077	0,543	0,609	0,778	1,000	0,667	0,125
124	0,288	0,001	0,288	0,664	0,722	1,000	0,667	0,625
125	0,000	0,001	0,000	0,781	0,944	1,000	1,000	0,875
126	0,084	0,002	0,084	0,773	0,944	1,000	1,000	0,875
127	0,000	0,006	0,000	0,820	0,944	1,000	1,000	0,875
128	0,041	0,000	0,648	0,797	0,889	1,000	1,000	0,875
129	0,067	0,288	0,123	0,828	1,000	1,000	1,000	0,875
130	0,443	0,007	0,433	0,781	0,889	1,000	1,000	1,000
131	0,211	0,000	0,601	0,586	0,500	1,000	0,333	0,750
132	0,367	0,002	0,467	0,672	0,778	1,000	0,333	0,750
133	0,178	0,050	0,178	0,742	0,778	1,000	1,000	0,875
134	0,000	0,000	0,701	0,711	0,889	1,000	0,667	0,813
135	0,030	0,314	0,081	0,695	0,722	0,875	1,000	0,750
136	0,200	0,000	0,685	0,563	0,667	0,875	0,167	0,500
137	0,155	0,004	0,433	0,695	0,722	1,000	1,000	0,625
138	0,179	0,002	0,179	0,805	1,000	1,000	1,000	0,938
139	0,228	0,002	0,521	0,734	0,889	1,000	0,667	0,875
140	0,093	0,594	0,051	0,711	1,000	1,000	0,333	0,875
141	0,140	0,183	0,233	0,766	0,889	1,000	1,000	0,875
142	0,209	0,002	0,384	0,742	0,889	1,000	1,000	0,875
143	0,677	0,000	0,677	0,750	0,833	1,000	0,667	0,938
144	0,058	0,000	0,560	0,625	0,722	0,875	0,500	0,750
145	0,036	0,520	0,036	0,656	0,722	1,000	1,000	0,750
146	0,072	0,004	0,285	0,695	0,778	1,000	1,000	0,813
147	0,042	0,000	0,322	0,680	0,778	1,000	0,500	0,875
148	0,122	0,001	0,218	0,734	0,889	1,000	0,667	0,750
149	0,000	0,000	0,671	0,727	0,722	1,000	1,000	0,750
150	0,101	0,373	0,090	0,570	0,722	1,000	0,000	0,625
151	0,066	0,001	0,168	0,711	0,667	1,000	1,000	0,625
152	0,151	0,059	0,264	0,633	0,611	1,000	0,667	0,875
153	0,000	0,000	0,584	0,766	0,778	1,000	1,000	0,875
154	0,032	0,000	0,426	0,758	0,889	1,000	1,000	0,875
155	0,058	0,138	0,109	0,703	0,778	0,875	0,833	0,875
156	0,111	0,000	0,609	0,609	0,778	1,000	0,667	0,125
157	0,204	0,001	0,172	0,664	0,722	1,000	0,667	0,625
158	0,059	0,000	0,057	0,789	0,944	1,000	0,667	0,875
159	0,085	0,033	0,082	0,773	0,944	1,000	1,000	0,875
160	0,056	0,008	0,045	0,820	0,944	1,000	1,000	0,875
161	0,041	0,000	0,655	0,781	0,889	1,000	1,000	0,875
162	0,037	0,289	0,067	0,828	1,000	1,000	1,000	0,875
163	0,451	0,007	0,449	0,789	0,889	1,000	1,000	1,000
164	0,223	0,000	0,488	0,664	0,667	1,000	1,000	0,625
165	0,034	0,264	0,359	0,516	0,444	1,000	0,667	0,500
166	0,110	0,050	0,108	0,742	0,778	1,000	1,000	0,875
167	0,000	0,421	0,000	0,734	0,833	1,000	1,000	0,875
168	0,053	0,000	0,701	0,711	0,889	1,000	0,667	0,813
169	0,000	0,311	0,098	0,711	0,667	1,000	1,000	0,750
170	0,126	0,004	0,409	0,711	0,722	1,000	1,000	0,688
171	0,171	0,002	0,168	0,758	1,000	1,000	0,667	0,938
172	0,216	0,003	0,489	0,734	0,889	1,000	0,667	0,875
173	0,093	0,594	0,051	0,711	1,000	1,000	0,333	0,875
174	0,261	0,159	0,344	0,766	0,889	1,000	1,000	0,875
175	0,215	0,002	0,370	0,742	0,889	1,000	1,000	0,875
176	0,677	0,000	0,677	0,758	0,889	1,000	0,667	0,938
177	0,087	0,000	0,566	0,633	0,833	0,875	0,333	0,750
178	0,000	0,284	0,236	0,633	0,722	1,000	0,333	0,750
179	0,050	0,005	0,264	0,719	0,889	1,000	0,667	0,875
180	0,200	0,201	0,495	0,648	0,667	1,000	0,833	0,688
181	0,103	0,000	0,302	0,680	0,778	1,000	0,500	0,875
182	0,074	0,001	0,188	0,750	1,000	1,000	0,667	0,750
183	0,060	0,373	0,060	0,586	0,722	1,000	0,667	0,625
184	0,051	0,001	0,151	0,703	0,611	1,000	1,000	0,625
185	0,202	0,061	0,332	0,695	0,778	1,000	0,667	0,938

## Anexo 5. Datos relativos al consejo de administración

Empresas	tot_cons	num_consas	con_ejec	con_dom	con_ind	con_ext	alt-con	baj_con	reun_nomb	ind_nom
1	13	4	0,154	0,154	0,615	0,077	1	1	8	0,750
2	15	1	0,067	0,600	0,267	0,067	1	1	4	0,500
3	17	1	0,235	0,471	0,235	0,059			2	0,400
4	11	1	0,000	0,273	0,636	0,091	1	1	2	0,800
5	14	2	0,214	0,000	0,714	0,071	1	1	5	0,800
6	14	2	0,214	0,071	0,643	0,071	1	2	11	1,000
7	16	3	0,313	0,063	0,500	0,125	2	2	17	1,000
8	10	1	0,200	0,000	0,800	0,000			14	1,000
9	10	1	0,200	0,200	0,500	0,100	1	1	6	1,000
10	18	4	0,056	0,611	0,222	0,111		1	16	0,333
11	10	2	0,100	0,200	0,600	0,100			5	0,667
12	15	3	0,133	0,200	0,600	0,067	2		7	0,833
13	12	1	0,167	0,250	0,500	0,083			4	1,000
14	10	1	0,200	0,200	0,600	0,000	1	1	10	0,667
15	12	2	0,250	0,083	0,333	0,333	1		2	0,667
16	14	4	0,143	0,143	0,714	0,000	1	1	15	1,000
17	14	3	0,143	0,357	0,500	0,000	3	3	12	0,600
18	9	2	0,111	0,333	0,556	0,000			4	0,833
19	14	2	0,286	0,000	0,643	0,071	4	4	8	0,750
20	20	3	0,300	0,350	0,350	0,000	3	4	5	0,286
21	15	1	0,200	0,467	0,333	0,000			1	0,400
22	11	4	0,091	0,273	0,636	0,000			12	0,667
23	16	2	0,125	0,375	0,500	0,000	2	1	5	0,600
24	12		0,167	0,167	0,583	0,083			4	0,800
25	18	1	0,222	0,278	0,444	0,056			11	1,000
26	9	2	0,111	0,000	0,889	0,000			7	1,000
27	13	3	0,154	0,154	0,462	0,231	2	2	9	0,750
28	15	1	0,067	0,533	0,400	0,000	3	3	5	0,500
29	17	2	0,235	0,412	0,294	0,059	3	3	7	0,500
30	10	1	0,100	0,100	0,600	0,200	2	3	4	0,800
31	14	3	0,214	0,000	0,500	0,286	1	1	8	0,600
32	14	1	0,214	0,143	0,571	0,071	1	1	11	1,000
33	14	4	0,286	0,071	0,571	0,071	1	3	17	0,750
34	11	1	0,273	0,000	0,727	0,000	1		7	1,000
35	10	2	0,200	0,200	0,500	0,100	1	1	9	1,000
36	19	4	0,105	0,526	0,316	0,053	5	4	19	0,667
37	10	2	0,100	0,200	0,600	0,100			5	0,667
38	15	3	0,133	0,200	0,600	0,067	5	5	4	0,667
39	9	1	0,222	0,444	0,333	0,000	6	6	10	0,750
40	12	1	0,167	0,250	0,500	0,083	1	1	4	1,000
41	10	1	0,200	0,200	0,600	0,000			10	0,667
42	13	3	0,231	0,077	0,385	0,308	1		2	0,667
43	14	5	0,071	0,071	0,786	0,071	1	1	28	1,000
44	13	3	0,154	0,308	0,462	0,077		1	8	0,400
45	9	2	0,111	0,333	0,444	0,111	1	1	5	0,667
46	13	3	0,154	0,000	0,769	0,077	1	2	5	0,750
47	18	2	0,278	0,389	0,333	0,000		2	4	0,286
48	13	1	0,231	0,385	0,308	0,077	1	3	2	0,500
49	12	2	0,167	0,500	0,333	0,000			6	0,667
50	10	5	0,100	0,300	0,600	0,000	4	5	17	0,750

*Cont. Datos relativos al consejo de administración*

51	15	1	0,200	0,333	0,467	0,000	1	2	3	0,600
52	12		0,167	0,167	0,500	0,167			4	0,800
53	18	1	0,167	0,278	0,444	0,111			11	1,000
54	11	3	0,182	0,182	0,546	0,091	1	3	5	0,750
55	15	1	0,067	0,533	0,400	0,000			3	0,600
56	18	3	0,222	0,389	0,278	0,111	2	1	5	0,333
57	15	4	0,067	0,533	0,400	0,000	5	4	6	0,600
58	10	1	0,100	0,000	0,600	0,300			3	0,800
59	15	3	0,200	0,000	0,533	0,267	2	1	7	0,600
60	15	2	0,200	0,133	0,600	0,067	3	2	6	0,750
61	15	5	0,267	0,067	0,533	0,133	6	5	12	0,667
62	11	1	0,273	0,000	0,727	0,000			10	1,000
63	10	3	0,200	0,000	0,500	0,100	1	1	6	0,750
64	17	4	0,118	0,529	0,353	0,000		2	14	0,667
65	9		0,111	0,444	0,444	0,000	5		3	0,667
66	9	2	0,111	0,000	0,778	0,111	1	2	6	1,000
67	13	3	0,154	0,000	0,615	0,077		2	4	0,600
68	11	1	0,182	0,000	0,455	0,000	2		7	0,833
69	12	1	0,167	0,250	0,500	0,083	3	3	5	1,000
70	17	2	0,118	0,471	0,412	0,000	5	5	4	0,667
71	12	4	0,167	0,083	0,500	0,250	3	4	3	0,667
72	14	5	0,071	0,071	0,643	0,214	2	2	14	0,667
73	13	2	0,154	0,308	0,539	0,000	2	2	12	0,600
74	9	2	0,111	0,333	0,444	0,111	2	2	1	0,667
75	11	1	0,182	0,455	0,273	0,091	1	1	4	0,400
76	12	3	0,167	0,000	0,750	0,083		1	5	0,750
77	18	3	0,278	0,333	0,389	0,000	2	2	7	0,500
78	13	1	0,231	0,385	0,308	0,077			2	0,500
79	10	1	0,200	0,300	0,400	0,100		1	4	0,750
80	10	3	0,200	0,100	0,700	0,000	3	2	4	1,000
81	12	5	0,167	0,250	0,583	0,000	3	1	14	1,000
82	16	1	0,125	0,313	0,500	0,063	2	1	1	0,600
83	12	3	0,167	0,250	0,583	0,000	4	2	15	0,667
84	12		0,167	0,167	0,583	0,083			4	0,800
85	18	1	0,167	0,278	0,389	0,167	1	1	11	1,000
86	10	2	0,200	0,100	0,500	0,200	1		8	0,667
87	11	3	0,182	0,182	0,546	0,091			4	0,750
88	13	2	0,077	0,462	0,462	0,000	2	4	5	0,750
89	16	2	0,250	0,250	0,250	0,250	2	5	5	0,286
90	15	3	0,067	0,533	0,400	0,000	1	1	7	0,600
91	10	1	0,100	0,000	0,600	0,300			3	0,800
92	15	3	0,200	0,000	0,533	0,267	2	2	8	0,600
93	14	2	0,214	0,143	0,500	0,143		1	12	0,667
94	15	6	0,267	0,067	0,533	0,133	1	1	10	0,600
95	11	1	0,273	0,000	0,727	0,000	1	1	12	1,000
96	10	3	0,200	0,200	0,500	0,100			6	0,750
97	16	4	0,125	0,375	0,500	0,000	4	5	25	0,667
98	9		0,111	0,444	0,444	0,000			6	0,667
99	10	3	0,100	0,000	0,800	0,100	3	2	9	1,000
100	13	3	0,154	0,154	0,615	0,077			4	0,667

*Cont. Datos relativos al consejo de administración*

101	11	1	0,182	0,364	0,455	0,000			8	0,833
102	11	1	0,182	0,182	0,364	0,273	1	2	5	0,667
103	17	3	0,059	0,588	0,353	0,000	7	7	8	0,400
104	13	4	0,308	0,000	0,539	0,154	1		5	0,667
105	14	5	0,071	0,000	0,714	0,214	1	1	9	0,667
106	13	2	0,154	0,308	0,539	0,000			9	0,600
107	9	2	0,111	0,333	0,444	0,111	1	1	4	0,667
108	11	1	0,182	0,455	0,364	0,000	2	2	7	0,600
109	12	3	0,167	0,000	0,833	0,000	2	2	6	1,000
110	17	4	0,294	0,294	0,412	0,000	2	3	6	0,500
111	13	1	0,231	0,385	0,308	0,077			1	0,500
112	11	2	0,091	0,364	0,455	0,091	1		4	0,750
113	15	5	0,133	0,267	0,600	0,000	6	1	10	0,750
114	11	4	0,091	0,273	0,546	0,091		1	13	0,750
115	16	1	0,125	0,313	0,500	0,063	1	1	5	0,600
116	12	2	0,167	0,250	0,583	0,000	1	1	6	0,667
117	13	1	0,154	0,154	0,615	0,077	2	1	6	0,800
118	18	2	0,056	0,278	0,500	0,167	4	4	11	1,000
119	10	1	0,200	0,200	0,400	0,200	1	1	7	0,667
120	11	3	0,182	0,182	0,636	0,000	1	1	7	0,750
121	15	4	0,067	0,400	0,533	0,000	3	1	3	0,750
122	18	3	0,278	0,222	0,278	0,222	2		6	0,333
123	15	4	0,067	0,533	0,400	0,000	4	4	8	0,600
124	11	2	0,091	0,000	0,636	0,273	2	1	3	0,600
125	13	3	0,231	0,000	0,462	0,308		2	5	0,600
126	15	2	0,200	0,067	0,667	0,067	3	3	11	1,000
127	14	5	0,214	0,000	0,571	0,214	1	2	11	0,600
128	10	1	0,300	0,000	0,700	0,000		1	17	1,000
129	10	3	0,200	0,200	0,500	0,100	1	1	9	0,800
130	18	5	0,111	0,389	0,500	0,000	4	2	14	0,667
131	10	1	0,100	0,400	0,500	0,000	1		8	0,750
132	10	3	0,100	0,000	0,600	0,300			7	0,667
133	13	3	0,154	0,154	0,539	0,154	1	1	5	0,667
134	11	2	0,182	0,364	0,455	0,000	1	1	8	0,833
135	12	2	0,167	0,167	0,417	0,250	1		4	0,667
136	17	3	0,059	0,588	0,353	0,000			5	0,400
137	13	4	0,231	0,077	0,539	0,154			4	0,667
138	14	5	0,143	0,000	0,714	0,143	2	2	7	0,667
139	13	3	0,154	0,308	0,539	0,000	3	3	8	0,600
140	9	2	0,111	0,333	0,444	0,111			4	0,667
141	10	1	0,200	0,400	0,400	0,000		1	8	0,600
142	11	2	0,182	0,000	0,727	0,091		1	6	1,000
143	15	4	0,333	0,267	0,400	0,000	2	4	7	0,500
144	13	3	0,231	0,385	0,308	0,077	3	3	2	0,500
145	11	2	0,091	0,364	0,455	0,091			5	0,750
146	12	4	0,167	0,167	0,667	0,000		3	10	0,750
147	12	4	0,083	0,250	0,583	0,083	3	2	11	0,600
148	16	2	0,125	0,313	0,500	0,063	4	4	9	0,600
149	12	6	0,167	0,500	0,333	0,000	8	8	6	0,600
150	13	1	0,154	0,154	0,615	0,077			5	1,000

*Cont. Datos relativos al consejo de administración*

151	16	3	0,125	0,250	0,563	0,063	3	5	11	1,000
152	10	1	0,200	0,200	0,400	0,200			7	0,667
153	11	3	0,182	0,182	0,546	0,091	2	2	5	1,000
154	15	3	0,067	0,400	0,533	0,000	2	2	9	0,750
155	18	3	0,278	0,222	0,278	0,222			2	0,286
156	15	3	0,067	0,533	0,400	0,000	6	6	10	0,600
157	11	2	0,091	0,000	0,727	0,182	2	2	3	0,800
158	15	4	0,200	0,000	0,533	0,267	4	2	10	0,600
159	15	3	0,267	0,067	0,667	0,000	1	1	12	1,000
160	15	5	0,200	0,000	0,600	0,200	1		13	0,750
161	12	2	0,333	0,000	0,667	0,000	1		14	1,000
162	10	3	0,200	0,200	0,500	0,100			6	0,800
163	18	5	0,056	0,444	0,500	0,000	1		10	0,667
164	12	4	0,083	0,333	0,583	0,000	6	7	9	0,800
165	13	2	0,154	0,692	0,154	0,000	1	1	3	0,667
166	13	3	0,154	0,154	0,539	0,154	2	2	6	0,667
167	14	2	0,071	0,357	0,357	0,214	2	1	6	0,600
168	11	2	0,182	0,364	0,455	0,000			9	0,833
169	12	2	0,167	0,167	0,500	0,167	1	1	6	0,750
170	13	4	0,154	0,077	0,539	0,231			5	0,667
171	14	5	0,143	0,000	0,643	0,214	1	1	6	0,667
172	13	3	0,231	0,231	0,539	0,000	2	2	11	0,600
173	9	3	0,111	0,333	0,556	0,000	1	1	5	0,833
174	11	1	0,182	0,455	0,364	0,000	1		6	0,600
175	12	4	0,167	0,000	0,833	0,000	2	1	6	1,000
176	14	4	0,357	0,214	0,429	0,000	2	2	5	0,500
177	13	4	0,231	0,385	0,308	0,077	6	3	2	0,500
178	11	2	0,091	0,364	0,455	0,091			6	0,750
179	12	4	0,167	0,167	0,667	0,000	1	1	9	0,750
180	12	1	0,083	0,500	0,417	0,000	5	13	10	0,571
181	12	5	0,083	0,250	0,583	0,083	3	3	12	0,667
182	15	3	0,133	0,200	0,533	0,133	3	4	11	0,750
183	14	1	0,143	0,143	0,429	0,286	2	1	8	0,500
184	17	3	0,118	0,294	0,529	0,059	2	1	11	0,800
185	10	2	0,200	0,200	0,400	0,200	1	1	9	0,500

