



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

MÁSTER EN AUDITORÍA Y CONTABILIDAD SUPERIOR

El cumplimiento de los Códigos de Buen Gobierno y la probabilidad de quiebra

Trabajo Fin de Máster presentado por Elena Moreno Ureba, siendo el tutor del mismo el profesor Francisco Bravo Urquiza.

Vº. Bº. del Tutor/a/es/as:

Alumno/a:

D.

D.

Sevilla. Septiembre de 2018



**MÁSTER EN AUDITORÍA Y CONTABILIDAD SUPERIOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**

**TRABAJO FIN DE MÁSTER
CURSO ACADÉMICO [2017-2018]**

TÍTULO:

EL CUMPLIMIENTO DE LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO Y LA PROBABILIDAD DE QUIEBRA

AUTOR:

ELENA MORENO UREBA

TUTOR:

DR. D. FRANCISCO BRAVO URQUIZA

DEPARTAMENTO:

CONTABILIDAD Y ECONOMÍA FINANCIERA

ÁREA DE CONOCIMIENTO:

CONTABILIDAD Y ECONOMÍA FINANCIERA

ABSTRACT:

El objetivo del presente trabajo es estudiar si el cumplimiento de las recomendaciones contenidas en los Códigos de Buen Gobierno por parte de las sociedades cotizadas españolas que integran el IBEX-35 contribuye a reducir la probabilidad de quiebra. Se ha estudiado el grado de seguimiento de las recomendaciones por bloques, analizando no sólo el efecto que pueda provocar el seguimiento de las mismas a nivel global, sino, además, el que provocaría el cumplimiento de las recomendaciones relativas al Consejo de Administración y a las comisiones del mismo.

Se ha analizado la probabilidad de quiebra de las empresas que componen el IBEX-35 para los años 2013-2016 a través de dos medidas diferentes: la primera basada en el indicador Z-score propuesto por Altman (1968), y la segunda centrada en medidas propuestas por la literatura más reciente en esta materia.

En relación al análisis empírico, se ha confeccionado un modelo econométrico (modelo logit) para establecer la relación entre las variables estudiadas, y se ha utilizado el programa Stata para obtener los resultados estadísticos.

PALABRAS CLAVE:

Z-Score; Probabilidad de Quiebra; Códigos de Buen Gobierno; Consejos de Administración.

Moreno Ureba, Elena

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. INTRODUCCIÓN.....	7
1.1. CONTRIBUCIÓN DEL TRABAJO.....	7
1.2. OBJETIVOS	7
1.3. METODOLOGÍA.....	8
1.4. ESTRUCTURA.....	9
1.5. AGRADECIMIENTOS	9
2. MARCO TEÓRICO	11
2.1. GOBIERNO CORPORATIVO	11
2.1.1. Antecedentes.....	11
2.1.2. Los Códigos de Buen Gobierno españoles	13
2.1.3. Recomendaciones del CBG español vigente	15
2.1.4. Gobierno corporativo y probabilidad de quiebra: formulación de hipótesis	19
3. METODOLOGÍA.....	23
3.1. MUESTRA Y DATOS	23
3.2. VARIABLES	25
3.3. MODELO ESTADÍSTICO	28
4. ANÁLISIS	31
4.1. ANÁLISIS DESCRIPTIVO	31
4.2. ANÁLISIS DE CORRELACIONES.....	33
4.3. ANÁLISIS ESTADÍSTICO BASADO EN EL MODELO LOGIT.....	35
5. CONCLUSIONES.....	41
Bibliografía.....	43
Anexos	47

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Códigos de Buen Gobierno españoles.....	15
Tabla 2: Recomendaciones por bloques.....	25
Tabla 3: Definición de variables.....	27
Tabla 4: Estadísticos descriptivos.....	31
Tabla 5: Matriz de correlaciones.....	34
Tabla 6. Modelo de regresión logística (I).....	36
Tabla 7. Modelo de regresión logística (II).....	38

1. INTRODUCCIÓN

1.1. CONTRIBUCIÓN DEL TRABAJO

La realización del presente estudio se debe a la importancia que el Gobierno Corporativo ha adquirido para empresas, reguladores, académicos, y la sociedad en general. El "gobierno" de las empresas se ha convertido en la actualidad en un tema crucial para entender el funcionamiento de éstas y, en consecuencia, la adecuada gestión de los mecanismos de Gobierno Corporativo es una cuestión muy relevante para empresas y reguladores. Por ejemplo, la labor de los Consejos de Administración de las empresas ha sido ampliamente tratada en investigaciones previas, entendiendo que éstos constituyen el máximo órgano de gobierno de las empresas y sobre ellos recae la responsabilidad de las decisiones empresariales.

Esta idea sobre la necesidad de gestionar de forma eficiente los mecanismos de Gobierno Corporativo la recogen tantos legisladores como organismos reguladores a nivel internacional y nacional. Particularmente, en España es destacable mencionar la aprobación de la Ley 31/2014 por la que modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del Gobierno Corporativo, y a la aparición de los sucesivos Códigos de Buen Gobierno.

Además, dada la relevancia de la cuestión, se han sucedido las investigaciones sobre el posible efecto que los mecanismos de Gobierno Corporativo pueden tener en las estrategias empresariales y el rendimiento empresarial (Pugliese et al., 2009; Brown et al. 2011). Sin embargo, la literatura no da una respuesta clara y definitiva acerca de la influencia que el cumplimiento de los códigos puede tener sobre la probabilidad de quiebra (Tamer, 2015; Cuomo et al., 2016; Manzaneque et al., 2016).

Ello, sin duda, se considera una cuestión relevante, dada la repercusión que tiene estudiar el riesgo de quiebra de las empresas, hecho que ha azotado a las empresas con mayor relevancia en los últimos años debido a la situación de crisis económica. Asimismo, a ello se le suma la importancia desde el punto de vista empresarial, ya que el peligro de quiebra es una amenaza latente, y contra la cual muchas compañías combaten actualmente. Podría destacarse también, la importancia de la quiebra desde el punto de vista de los reguladores, que podrían tener un mayor entendimiento de este tema para orientar sus actuaciones.

En particular, este estudio en España puede ser aún más interesante, debido a la importancia que han adquirido los códigos y al creciente riesgo de quiebra dada la situación económica que ha atravesado el país en los últimos años.

1.2. OBJETIVOS

El objetivo de este Trabajo Fin de Máster es realizar un trabajo de iniciación a la investigación, que sirva para establecer las bases de un próximo proyecto de tesis doctoral. Por ello, se ha planteado un trabajo empírico y de corte académico encaminado a estudiar la relación existente entre el cumplimiento de los Códigos de Buen Gobierno vigentes por parte de las empresas cotizadas españolas pertenecientes al IBEX-35, en base al Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración, y la probabilidad de quiebra de estas empresas.

Dentro de los códigos, se ha prestado especial atención a las recomendaciones relativas al Consejo de Administración y a las comisiones del mismo, dado que representan los bloques de mayor contenido e importancia.

La quiebra se ha medido con dos medidas diferentes de la probabilidad de quiebra: la primera basada en el indicador Z-score propuesto por Altman (1968), y la segunda centrada en medidas propuestas por la literatura más reciente en esta materia.

Particularmente, se pretende estudiar si:

- el cumplimiento de las recomendaciones a nivel global contenidas en los Códigos de Buen Gobierno contribuye a reducir la probabilidad de quiebra.
- el cumplimiento de las recomendaciones relativas al Consejo de Administración contenidas en los Códigos de Buen Gobierno contribuye a reducir la probabilidad de quiebra.
- el cumplimiento de las recomendaciones referentes a las comisiones del Consejo de Administración contenidas en los Códigos de Buen Gobierno contribuye a reducir la probabilidad de quiebra.

1.3. METODOLOGÍA

Con respecto a la forma de abordar los objetivos anteriormente descritos, se comienza seleccionando la muestra de empresas objeto de estudio; las empresas que han cotizado en el Índice IBEX-35 durante los años 2013-2016.

En primer lugar, se descargan los datos financieros de las empresas que componen la muestra del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI), base de datos a la que está suscrita la Universidad de Sevilla.

A continuación, se calcula Z-score proporcionado en el modelo de Altman (Altman, 1968), valor que se le asigna a cada empresa en función del valor que alcancen determinados ratios (componentes del índice), que indica la alta o baja probabilidad de quiebra. Asimismo, se calcula la otra medida de la probabilidad de quiebra, que se ha usado recientemente en la literatura (Manzanaque et al., 2016) centrada principalmente en los resultados y la capitalización.

Por otra parte, se procede a la descarga y tratamiento de los diferentes Índices Spencer Stuart para el horizonte temporal 2013-2016 con el objetivo de analizar el grado de cumplimiento de las recomendaciones recogidas en los Códigos de Buen Gobierno por parte de las compañías cotizadas españolas. Del mismo modo, se crean medidas relativas al cumplimiento de las recomendaciones referentes al Consejo de Administración y las correspondientes a las comisiones del mismo.

A continuación, se ha empleado el modelo logit, para intentar establecer una relación entre las variables estudiadas. Ello requiere la construcción de variables dicotómicas, es decir, variables que tomen los valores 0-1. De esta manera se crea Z-dummy en función del valor de Z-score, que alcanza el valor 1 cuando la compañía presenta dificultades financieras y 0 en caso contrario. Asimismo, la otra medida de la probabilidad de quiebra también es una variable dicotómica, que toma el valor 1 si la empresa se enfrenta a problemas financieros y 0 en el caso opuesto.

Por último, una vez que se dispone de todas las variables necesarias, se diseña un modelo econométrico considerando la literatura previa, se introducen los datos en el programa Stata y se aplica el modelo logit. En el capítulo 3 se desarrollará con más detalle la metodología de investigación.

1.4. ESTRUCTURA

El trabajo se divide en un total de 5 capítulos:

- El primero de ellos es la Introducción, en ella justificamos el porqué del trabajo, incluyendo los objetivos a conseguir y el método de trabajo que se ha seguido para ello. Además, también aquí aprovecho para agradecer a todas las personas que me han ayudado en su realización.
- El segundo capítulo constituye el marco teórico. Hace referencia al Gobierno Corporativo comenzando por sus antecedentes, recopilando literatura sobre el buen gobierno y las recomendaciones y regulaciones sobre el mismo a nivel nacional e internacional, terminando en el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas 2015 (el vigente). Se han explicado las recomendaciones del Código actual divididas por bloques.
En este capítulo, también se han formulado las hipótesis de investigación en línea con los objetivos planteados.
- El tercer capítulo hace referencia a la metodología, y en él se explica cómo se ha realizado el análisis empírico, indicando todos los pasos seguidos en el mismo. En primer lugar, se delimita la muestra de empresas objeto de estudio. A continuación, se definen las variables (independientes, dependientes y de control). Por último, se expone el modelo estadístico empleado.
- El cuarto capítulo hace referencia al análisis realizado. En primer lugar, se describen las variables incluidas. A continuación, se establecen las correlaciones existentes entre dichas variables, resaltando la significatividad de las mismas. Por último, se muestran los resultados obtenidos al aplicar el modelo logit en el programa estadístico Stata.
- El quinto y último capítulo recoge las conclusiones a las que se ha llegado tras realizar el estudio.

1.5. AGRADECIMIENTOS

Quiero agradecer en primer lugar y principalmente a mi tutor, Francisco Bravo Urquiza, toda la ayuda y orientaciones que me ha dado para poder realizar este proyecto.

En segundo lugar, al servicio de ayuda de SABI y de Spencer Stuart, por intentar ayudarme a resolver los problemas y dudas que se me han ido planteando, bien sea telefónicamente o vía email.

Por último, a mi familia por todo su apoyo y ánimos cuando lo he necesitado.

Moreno Ureba, Elena

2. MARCO TEÓRICO

2.1. GOBIERNO CORPORATIVO

2.1.1. Antecedentes

Jensen y Meckling (1976), precursores de la teoría de la agencia, intentaron responder a la cuestión que continuamente se presenta al analizar el gobierno de las empresas: como minimizar los conflictos de intereses que se plantean entre los accionistas y administradores de una compañía cuando la propiedad y el control de la misma no están concentrados en la misma persona o grupo de personas. Esta cuestión que inicialmente (final de los años 70) se limitaba a la relación entre directores de las organizaciones y sus accionistas, se extendió en los 90 al papel de otros grupos de interés o stakeholders que también podrían verse perjudicados por los citados conflictos (Vivas et al., 2012).

Los escándalos financieros de notables empresas como Enron, Xerox, Worldcom, Tyco, Vivendi Universal, Global Crossing y otras rompieron la confianza en la gestión empresarial. La transgresión de los principios de las bases de Gobierno Corporativo provocó importantes conflictos de intereses motivados por la visión cortoplacista de los directivos de las compañías en su afán de mejorar su prestigio profesional y ver incrementada su retribución vía incentivos. Existió, además, un uso de información privilegiada que ponía de manifiesto que aquellos que por su gestión habían provocado tales situaciones eran conocedores de lo que iba a ocurrir. A ello hay que sumarle, el hecho de que no se respetaron las normas contables de obligado cumplimiento (Sofofa y Ernest & Young, 2002).

Los efectos para la sociedad fueron trascendentales. En primer lugar, se destruyó valor no sólo para los accionistas de las empresas objeto de dichos escándalos, que perdieron una fortuna, sino también para todos aquellos que tenían alguna relación laboral con las mismas. Las citadas empresas, que habían contribuido en gran medida al desarrollo del mercado, desaparecieron. En general, las empresas cotizadas de EE.UU. vieron como su valor descendía a pasos agigantados (Sofofa y Ernest & Young, 2002). Es ante este escenario cuando el Gobierno Corporativo adquiere importancia.

El Gobierno Corporativo es el conjunto de normas, principios y procedimientos que regulan tanto la estructura como el funcionamiento de los órganos de gobierno de una compañía. Establece las relaciones entre la junta directiva, el Consejo de Administración, los accionistas y el resto de partes interesadas marcando las reglas que van a guiar la toma de decisiones en la empresa (CNMV, 2017). Shleifer y Vishny (1997) lo definen como “todo aquello que permite a los suministradores de recursos financieros de las empresas asegurarse un rendimiento a su inversión”.

Una regulación apropiada es capaz de evitar las importantes pérdidas que supone una crisis de confianza en el sistema. La importancia se centra en defender los intereses de los inversores como un mecanismo esencial del funcionamiento del sistema de mercado (Sofofa y Ernest & Young, 2002).

En este punto, se puede entender la gran importancia que ha adquirido el Gobierno Corporativo para las grandes sociedades cotizadas, los debates sobre el tamaño y composición del Consejo de Administración en su intento por reducir el problema de la agencia y la necesidad de regulación al respecto. Por este motivo, desde los años 90 se observa cómo los reguladores a nivel nacional e internacional han hablado del buen gobierno, y se han publicado recomendaciones sobre el Gobierno Corporativo. Son

muchos los países que se han unido a la iniciativa de crear Códigos de Buen Gobierno, que proporcionen a las compañías una guía de actuación en materia de Gobierno Corporativo que pueda otorgarles numerosos beneficios (Acero y Alcalde, 2010). Para la mayoría de los códigos, la base de su aplicación es el principio “cumple o explica”, en inglés (“comply or explain”), ya que se requiere a las compañías que realicen un Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC) en el cual indiquen su grado de seguimiento de los Códigos de Buen Gobierno y el grado de cumplimiento de las recomendaciones expuestas en los mismos, explicando en su caso, el motivo de no cumplirlas pública y razonadamente para que los accionistas y el mercado el general puedan juzgarlo (Ferruz et al., 2010).

En cuanto a los códigos internacionales, se pueden destacar de forma breve los siguientes (Ferruz et al., 2010):

- EE. UU. es uno de los países pioneros en esta materia, podemos destacar por ejemplo el Código “Principios clave para reforzar el Gobierno Corporativo de las compañías cotizadas en USA” de 2008 cuyo elemento caracterizador es la voluntariedad (National Association of Corporate Directors, 2008).
- Asimismo, se puede destacar el Código francés “El Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas” de 2003 (L’Association Française des Entreprises Prevés y le Mouvement des Entreprises de France, 2003).
- En Reino Unido sobresale el “Código combinado sobre Gobierno Corporativo” de 2006, revisado en 2008 (Financial Reporting Council, 2006).
- Como ejemplo de Código alemán se podría destacar la “Enmienda al Código de Gobierno Corporativo Alemán – Código Cromme” de 2008.
- En el caso belga despunta el “Código Belga sobre el Gobierno Corporativo” de 2008, siendo un borrador para el año siguiente.
- En el caso de Holanda el llamado “Código de Gobierno Corporativo Holandés” también de 2008 (Corporate Governance Code Monitoring Committee, 2008).

Por último, se procede a comentar el caso español. En España, se han constituido cuatro Códigos de Bueno Gobierno desde finales de los años 90, conocidos como el Informe Olivencia (1998), el Informe Aldama (2003), el Informe Conthe, conocido como Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (2006) y el más actual, el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (2015).

En España existe además una ley que fue aprobada antes del Código vigente, la Ley 31/2014, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del Gobierno Corporativo. La misma establece en su artículo 540 que las sociedades anónimas deberán publicar anualmente un informe de Gobierno Corporativo debiendo las mismas comunicar este hecho a la CNMV con la correspondiente copia del documento. El contenido y estructura del informe será el que establezca el Ministerio de Economía y Competitividad o, con su habilitación expresa la CNMV debiendo contener una explicación tanto de la estructura como de la forma de gobierno de la empresa y su funcionamiento.

Dado que el objetivo de este trabajo es analizar los efectos del cumplimiento de las recomendaciones de los Códigos de Buen Gobierno, a continuación, se procede a describir brevemente las características de éstos.

2.1.2. Los Códigos de Buen Gobierno españoles

1) El Informe Olivencia

El Informe Olivencia (1998) era un código ético dirigido a las empresas cotizadas y cuya aplicación era voluntaria, de manera que las empresas podían optar bien por cumplirlo, o bien, explicar los motivos de por qué no lo hacían. Se reclamaba a las sociedades que informaran a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) sobre su seguimiento o no seguimiento, aunque tampoco existía obligación de ello. Las principales funciones del Consejo de Administración eran la supervisión y control de gestión. Ya en este primer Código español, se hablaba de dos comisiones; la de Auditoría y la de Nombramientos y Retribuciones. Estaba compuesto por un total de 23 recomendaciones. Realmente, estas medidas no tuvieron gran aplicación, sino que fue bastante escasa, según el seguimiento posterior que realizó la CNMV los 3 años inmediatamente siguientes a la publicación del Informe (Acero et al., 2010).

2) El Informe Aldama

Posteriormente, por petición del Ministerio de Economía en 2002 se constituyó la *Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas*, también conocida como Comisión Aldama (debido al apellido de su presidente). Así, se elaboró el citado Informe Aldama (2002), que continuaba con las líneas generales de su antecesor; el Informe Olivencia, y además introdujo otras cuestiones como, velar por la transparencia y seguridad de los mercados financieros, trataba sobre los deberes de lealtad y diligencia y los problemas ocasionados al respecto, el funcionamiento de los Consejos de Administración y la Junta General de Accionistas y el vínculo que mantenían las empresas cotizadas con otras de asesoramiento y comerciales (Banegas et al., 2006). Las recomendaciones del Informe Aldama eran voluntarias, sin embargo, prevalecía el principio de “cumplir o explicar”. La mayor contribución del citado informe fue la de aconsejar a las sociedades publicar un informe anual de Gobierno Corporativo (IAGC) que explicase las prácticas que se llevasen a cabo al respecto. Esta recomendación está recogida en el artículo 116 de la Ley 26/2003, por la que se modifica la Ley del Mercado de Valores y la Ley de Sociedades Anónimas con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, que establece que dicha documentación será comunicada a la CNMV y objeto de publicación como hecho relevante. En cuanto al contenido y estructura, será determinado por el Ministerio de Economía o, en su caso, por la CNMV, es decir, que estará homogeneizado, lo que permite las comparaciones y facilita su comprensión (Acero et al., 2010).

3) El Código Unificado

Tres años más tarde, el Gobierno creó un Grupo Especial de Trabajo para orientar a la CNMV en la armonización y actualización de las recomendaciones de los Informes Olivencia y Aldama sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas. Dicho grupo aprobó en 2006 el Proyecto de Código Unificado de Recomendaciones sobre Buen Gobierno de Sociedades Cotizadas. En el mismo podían distinguirse una serie de recomendaciones dirigidas a las sociedades cotizadas en Bolsa y un proyecto de recomendaciones complementarias cuyos destinatarios serían las instituciones financieras españolas, la CNMV y el Gobierno, que hacían un total de 74 recomendaciones. Los principios básicos por los que se rige son la voluntariedad,

aunque delimitada por el principio de “cumplir o explicar” y la generalidad. Introduce novedades como la diversidad de género en la composición del Consejo, apostando por el sexo femenino, de manera que la recomendación 19 del citado código establece que cuando el número de consejeras sea escaso o nulo el Consejo deberá explicar los motivos de ello y las medidas que se han adaptado para solventarlo. Asimismo, incluye recomendaciones específicas sobre el presidente y el secretario del Consejo e igualmente velan por una mayor transparencia en las retribuciones (recomendaciones 40-51).

4) Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas

El Código vigente es el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (2015) publicado por la CNMV. Los objetivos del mismo son velar por el adecuado funcionamiento de los órganos de gobierno y administración de las empresas españolas para conducir las a las máximas cotas de competitividad; generar confianza y transparencia para los accionistas e inversores nacionales y extranjeros; mejorar el control interno y la responsabilidad corporativa de las empresas españolas, y asegurar la adecuada segregación de funciones, deberes y responsabilidades en las empresas, desde una perspectiva de máxima profesionalidad y rigor. Aunque sigue la misma línea que su antecesor, también introduce novedades, parte de un formato nuevo que establece los principios por los que se crean las recomendaciones de carácter concreto y específico; una serie de recomendaciones del Código Unificado de 2006 han pasado a integrar normas legales, por lo que ya no aparecen en este último código, e incluye una serie de recomendaciones en materia de responsabilidad social corporativa.

En cuanto a las características que identifican a este Código, cabe decir que sigue primando la voluntariedad con sujeción al principio de “cumplir o explicar”. De igual forma, el Código establece que corresponde a los accionistas, inversores y a los mercados en general, evaluar las explicaciones que las distintas sociedades cotizadas den en relación con el hecho de no seguir las recomendaciones (“no cumple”) o del seguimiento parcial de las mismas (“cumple parcialmente o explique”). Por último, establece que como su propio nombre indica, el Código va dirigido a las sociedades cotizadas, que son aquellas cuyas acciones están admitidas a negociación en un mercado secundario oficial de valores.

La tabla 1 recoge a modo de resumen las principales aportaciones de cada uno de los Códigos.

Código	Nº Recomendaciones	Aportación
Informe Olivencia (1998)	23	-Funciones del Consejo: supervisión y control de gestión. -2 comisiones: Auditoría y, Nombramientos y Retribuciones.
Informe Aldama (2002)	24	-Velar por la transparencia y seguridad de los mercados financieros. -Publicación del IAGC.
Código Unificado (2006)	74	-Diversidad de género en la composición del Consejo. -Recomendaciones sobre presidente y secretario. -Mayor transparencia en las retribuciones.
Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (2015)	64	-Nuevo formato que establece los principios por los que se crean las recomendaciones de carácter concreto. -Recomendaciones de Responsabilidad Social Corporativa (RSC).

Tabla 1. Códigos de Buen Gobierno españoles.

Fuente: CNMV.

2.1.3. Recomendaciones del CBG español vigente

Una vez comentados los sucesivos Códigos de Buen Gobierno españoles, vamos a centrarnos en el Código más actual. No obstante, hay que tener en cuenta, que se estudia el grado de seguimiento de las recomendaciones contenidas en los Códigos de Buen Gobierno vigentes en cada momento por parte de las sociedades cotizadas del IBEX-35. Haciendo referencia al Código de 2015, cabe decir que éste recoge recomendaciones relativas a diferentes ámbitos del Gobierno Corporativo. Es destacable que un gran número de recomendaciones se centran en los Consejos de Administración y sus comisiones.

La composición y estructura del Consejo de Administración de las sociedades cotizadas ha sido una de las cuestiones más estudiadas por los expertos en Gobierno Corporativo, ya que afecta tanto a la calidad de las decisiones que se adoptan y a la efectividad de las mismas, como a impulsar el interés social (CNMV, 2015).

El Consejo de Administración debe estar compuesto por un grupo heterogéneo de personas con diversas formaciones, y expertos en distintos ámbitos que puedan desarrollar adecuadamente sus funciones con el enriquecedor contraste de opiniones. Ello viene reflejado además en el artículo 529bis de la Ley 31/2014, resaltando el citado artículo que se favorezca la presencia de mujeres. Se recomienda que el Consejo esté compuesto tanto por representantes de los accionistas como de los ejecutivos. Merece más importancia aún, el hecho de que existan consejeros externos que garanticen la profesionalización, es decir, que las decisiones se tomen únicamente sobre bases empresariales y profesionales, consecuencia de la independencia de criterio.

En cuanto al número de miembros, es preferible que sea impar, para facilitar la toma de decisiones por votación, evitando que haya el mismo número de síes que de noes. Es aconsejable que esté comprendido entre 5 y 15 dependiendo de las características específicas de cada empresa (EmprendePyme.net, 2016).

Está previsto también que el Consejo de Administración se pueda constituir por comisiones especializadas, debiendo existir obligatoriamente dos comisiones claves, la

Comisión de Auditoría, y la de Nombramientos y Retribuciones. Esta última puede ser una o bien dividirse en dos distintas (en el caso de empresas con gran capitalización). Ambas, solo estarán integradas por consejeros no ejecutivos siendo el presidente de las mismas un consejero independiente. Según un estudio realizado por PricewaterhouseCoopers España (2016), los consejeros que integran la Comisión de Auditoría prestan especial atención tanto a controlar el proceso de elaboración e integridad de la información financiera como a velar por la independencia del auditor externo. Con respecto a la Comisión de Nombramientos y Retribuciones, la función más significativa según los consejeros es supervisar la política de retribución y garantizar que ésta vaya en la misma línea que la estrategia de la empresa (PricewaterhouseCoopers España, 2016).

Otro aspecto que destacar en relación con los mecanismos de Gobierno Corporativo es la estructura de la propiedad de las compañías. En principio, cualquiera podría establecer que las ventajas de la dispersión son claras; a mayor dispersión, mayor diversificación del riesgo y además hace posible poder acometer grandes proyectos, que quizás de forma aislada no serían posibles. No obstante, la concentración de la propiedad otorga poder al accionista/s mayoritario/s, centralizando el poder para la toma de decisiones, pudiendo decidir así sobre la marcha de la empresa. Acero y Alcalde (2010) establecen que un mayor grado de concentración de la propiedad está asociado a una menor necesidad de mecanismos de control del Consejo de Administración, es decir, el número de consejeros externos tiende a ser inferior, mientras que en aquellas empresas en las que el capital está en manos de muchos accionistas diferentes (dispersión), es conveniente aumentar el porcentaje de consejeros externos, mediante la introducción de consejeros independientes, ya que se estima que estos son más capaces de desempeñar la supervisión.

El Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (CNMV, 2015) consta de un total de 64 recomendaciones divididas en diferentes parcelas, que son descritas de forma resumida a continuación: (I) Aspectos Generales, (II) Junta general de accionistas y (III) Consejo de administración.

I. Aspectos Generales

Como su propio nombre indica, este bloque hace referencia a cuestiones globales que es aconsejable que las empresas apliquen. Está integrado por las recomendaciones 1 a 5. Incluye cuestiones encaminadas a facilitar la operativa en el mercado. Medidas que no limiten las ofertas públicas de adquisición (OPAS), que en el supuesto de que matriz y filiales coticen se determinen las áreas de actividad de cada una y las operaciones producidas entre ellas, la recomendación de que el Consejo de Administración informe a los accionistas del grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno y de los motivos de no cumplirlas en su caso. Asimismo, se establece que las sociedades deben promover una política de comunicación tanto con sus accionistas como con los inversores institucionales que sea consecuente con las normas del mercado y que la misma sea pública. Por último, limita la facultad de los administradores (previa delegación de la Junta General de accionistas) de emitir nuevas acciones sin derecho de suscripción preferente, ya que este hecho perjudica a los accionistas antiguos, pudiendo hacerlo siempre que el nominal de las nuevas acciones no supere el 20% del capital social.

(II) Junta General de Accionistas

Este bloque de recomendaciones explica cómo debe funcionar la Junta General de Accionistas. Contiene las recomendaciones comprendidas entre la 6 y la 11 ambas inclusive.

El Código establece que las sociedades deben regirse por el principio de transparencia, es decir, publicar en su web corporativa los informes que elaboren, la celebración de las juntas generales de accionistas y, que las cuentas anuales (CCAA) sean elaboradas y presentadas sin limitaciones en el informe de auditoría, y en caso de que las hubiera deben ser explicadas a los accionistas.

La sociedad debe favorecer el ejercicio de los derechos de asistencia y voto a las reuniones de la junta general, tanto personalmente como por representación y publicar los requisitos para la delegación del voto.

Igualmente, se recomienda que en el caso de que la sociedad contemple el pago de primas de asistencia a los accionistas, la política de primas sea transparente, pública y estable.

(III) Consejo de Administración

Este es el bloque de mayor contenido e importancia. Comprende las recomendaciones que van desde la 12 a la 64. Éstas se pueden dividir a su vez en cinco materias:

1. Cuestiones de funcionamiento: El Consejo debe funcionar como una unidad y actuar con independencia de criterio, promoviendo la igualdad de trato entre accionistas iguales y con el objetivo del interés social.
2. Nivel de estructura, tamaño, diversidad: El Consejo debe tener una dimensión óptima para que funcione eficazmente con la participación de todos sus consejeros que serán nombrados atendiendo a una política de selección que sea concreta y verificable, que asegure que los diversos nombramientos se efectúen atendiendo a las necesidades del Consejo y que favorezca la diversidad de conocimientos, experiencias y género. En cuanto a la composición, en primer lugar, se establecen los distintos tipos de consejeros que pueden integrar un Consejo de Administración. Los consejeros internos son aquellos que además de ser miembros del Consejo tienen un contrato de trabajo con la compañía, bien sea como altos directivos o como empleados, mientras que los consejeros externos, no participan en la actividad diaria de la sociedad y pueden distinguirse a su vez dos tipos, dominicales e independientes. Los consejeros externos dominicales son accionistas de la empresa ajenos a la gestión diaria, pero con una gran vinculación con la compañía de la que son inversores o representantes de otros accionistas significativos. Los consejeros externos independientes, carecen de vinculación alguna con la empresa ni con sus accionistas (CNMV). El Código establece que la mayoría de los consejeros deben ser dominicales e independientes, siendo los ejecutivos los mínimos posibles. Los independientes deben ser como mínimo la mitad de los consejeros, salvo, que se trate de una sociedad que no tenga elevada capitalización o cuando aun siéndolo, un accionista o un conjunto que actúen estipuladamente dominen más del 30% del capital social, reduciéndose la cifra a un tercio del total.
3. Características de los Consejeros. La sociedad debe facilitar que los consejeros tengan el asesoramiento adecuado para poder desempeñar eficazmente sus funciones, incluyendo, si fuera necesario, asesoramiento externo con cargo a la

empresa y, asimismo, debe ofrecer programas de formación para que éstos estén continuamente actualizados. El presidente será el responsable del adecuado funcionamiento del Consejo de Administración. Además de las funciones legales y estatutarias que le competan, le corresponde organizar y coordinar la evaluación del Consejo. Al secretario del Consejo le corresponde la labor de velar por que las actuaciones y decisiones del Consejo vayan en línea con las actuaciones de Gobierno Corporativo.

4. Las Comisiones. En cuanto a la organización, el Código de Buen Gobierno de 2015 sugiere que el Consejo se organice en distintas comisiones. La recomendación 37 habla expresamente de la Comisión Ejecutiva. Afirma que, en caso de existir (ya que ésta no es obligatoria), debe tener la misma estructura de participación de consejeros que la del propio Consejo de Administración. Además, establece el Código que la Comisión de Auditoría esté compuesta en su mayor parte por consejeros independientes y que sean designados atendiendo a sus conocimientos. El código indica que, además de las atribuidas expresamente por la ley, las funciones de la citada comisión se dividen en dos bloques:

- En relación con los sistemas de información y control interno: supervisar el proceso de elaboración de la información financiera y la integridad de la misma, velar por la independencia de quienes asumen la función de auditoría interna e indicar un mecanismo que permita a los empleados comunicar cualquier irregularidad financiera y contable que observen en la empresa.
- En relación con el auditor externo, en caso de que el mismo dimitiese, estudiar las circunstancias que hubieran ocasionado tal hecho, comunicar a la CNMV como hecho relevante el cambio de auditor, que la retribución del auditor externo no involucre su calidad e independencia y asegurar tanto que el auditor externo mantenga una reunión anual con el Consejo de Administración para suministrarle información, como que sociedad y auditor respeten las normas establecidas.

La recomendación 46 propone que debe existir una función interna de control y gestión de riesgos que sea llevada a cabo por una unidad o departamento interno que asegure el buen funcionamiento de los sistemas de control y gestión de riesgos, además de que intervenga en la elaboración de la estrategia de riesgos y vele por que dichos sistemas reduzcan los riesgos.

El Código manifiesta que las Comisiones de Nombramientos y Retribuciones deberán estar separadas en las entidades de elevada capitalización. En cuanto a las funciones de la Comisión de Retribuciones, sin perjuicio de las que legalmente se establezcan, destacan:

- Plantear al Consejo de Administración las condiciones básicas por las que se regirán los contratos de la alta dirección.
 - Comprobar que se cumpla la política retributiva y reexaminar la política de retribución que se le aplica a los consejeros y a la alta dirección.
 - Vigilar que los conflictos de intereses que pudieran producirse no dañen la independencia del asesoramiento externo recibido.
 - Cotejar la información sobre las remuneraciones tanto de los consejeros como de los altos directivos registrada en los diversos documentos corporativos.
5. Otras. En lo que respecta a la responsabilidad social corporativa (RSC), la recomendación 54 establece que la política de RSC incorpore los compromisos que la empresa asume de manera voluntaria para tener en cuenta los impactos

que su actividad genera sobre sus clientes, accionistas, empleados, comunidades locales y demás grupos de interés; objetivos de la política de RSC y cómo se va a llevar a cabo, estableciendo las acciones específicas. Asimismo, se deben indicar las tácticas de seguimiento de los resultados, las de supervisión del riesgo no financiero, la ética y la conducta empresarial, los canales por los que va a fluir la comunicación y las prácticas de comunicación responsable.

Pues bien, una vez comentadas las prácticas de buen gobierno y la multiplicación de iniciativas al respecto tanto internacionalmente como en el caso español, especialmente a partir de la crisis financiera, y las recomendaciones del Código de Buen Gobierno vigente, es evidente que hay un convencimiento generalizado de la gran importancia que tiene para las sociedades que cotizan en Bolsa el hecho de ser gestionadas adecuadamente y velando por la transparencia, tanto para su supervivencia como para mejorar en eficiencia y en la captación y fidelización de los inversores.

2.1.4. Gobierno corporativo y probabilidad de quiebra: formulación de hipótesis

La atención que han recibido los mecanismos de Gobierno Corporativo, tanto por legisladores y empresas como por la sociedad en general, se ha visto reflejada en el ámbito académico. Así, se ha intentado demostrar la existencia de una relación entre el Gobierno Corporativo, y en particular el Consejo de Administración, y el rendimiento empresarial, o la puesta en marcha de estrategias empresariales. Prueba de ello es la amplia literatura que se ha desarrollado al respecto (Pugliese et al., 2009; Brown et al., 2011). La evidencia encontrada confirma que efectivamente la adecuada gestión de los mecanismos de Gobierno Corporativo puede influir en las estrategias y resultados empresariales, lo cual es una cuestión muy relevante para reguladores y empresas. Asimismo, esta creciente corriente de investigación se mantiene muy activa, centrándose cada vez más en aspectos puntuales relativos al Gobierno Corporativo y a decisiones empresariales. En particular, la relación entre Gobierno Corporativo y la probabilidad de atravesar dificultades financieras es un asunto que ha despertado un gran interés en la reciente literatura académica (Tamer, 2015; Cuomo et al., 2016; Manzanque et al., 2016; Udín et al., 2017; Kaspereit, 2017).

Esta línea de investigación enfatiza que el Gobierno Corporativo ha sido considerado como un factor clave para afrontar la reciente crisis financiera de 2008 (Udín et al., 2017). Un Gobierno Corporativo débil o pobre incrementa la probabilidad de comportamientos oportunistas de la administración y de los accionistas principales, lo que los lleva a actuar en su propio interés, apropiándose de beneficios de otros accionistas (Johnson, Boone, Breach, y Friedman, 2000). En este sentido, el trabajo de Lee y Yeh (2004) también coincide en que las empresas con un Gobierno Corporativo débil incrementan el riesgo de expropiación de riqueza, lo que al mismo tiempo conduce a minorar el valor de la propia empresa, por lo que la expectativa de incumplir con sus obligaciones financieras se torna altamente probable.

Tamer (2015) cita las diferentes corrientes de estudios acerca de la relación entre Gobierno Corporativo y dificultades financieras. La corriente básica advierte como los mecanismos de Gobierno Corporativo en las empresas sanas difieren de los de las empresas con problemas financieros, y como afecta ello a su probabilidad de incumplimiento (Lee y Yeh, 2004; Wang y Deng, 2006; Persons, 2007; Swain, 2009; Al-Tamimi, 2012). Otra corriente diferente, centra su atención en cómo puede afectar el Gobierno Corporativo a la recuperación y conservación de las empresas con dificultades

(Parker et al., 2002; Muranda, 2006). Daily y Dalton (1994) revelan la existencia de una relación positiva entre la probabilidad de quiebra y las malas prácticas de Gobierno Corporativo que vienen determinadas por la dualidad del CEO y una menor independencia entre los directores. Kaspereit et al., (2017) centran su trabajo en los problemas de la separación de la propiedad y el control (teoría de la agencia). Los principales (inversores/propietarios) confían el control de su compañía a los agentes (ejecutivos). El problema aparece cuando estos últimos actúan en su beneficio personal en lugar de en beneficio de la compañía, tratando de lucrarse. Se da una clara información asimétrica debido a que los accionistas minoritarios no pueden controlar la gestión (Ashbaugh et al., 2004). Un adecuado Gobierno Corporativo protege a los inversores externos contra la expropiación de riqueza por los ejecutivos internos (Bekiris y Doukakis, 2011). Por otro lado, la aptitud del Consejo de Administración para actuar de manera eficiente se ha calificado como un factor que puede determinar la probabilidad de atravesar dificultades financieras de las organizaciones (Manzaneque et al., 2016). Estos estudios se centran generalmente en determinadas características como el tamaño del Consejo de Administración o sus comisiones, el número de reuniones, el número de consejeros independientes, la diversidad entre los consejeros, etc. Este Trabajo Fin de Máster intenta avanzar en la literatura existente aportando una visión novedosa, analizando el cumplimiento de las recomendaciones de los Códigos de Buen Gobierno (CNMV, grupo especial de trabajo, 2006; CNMV, 2015).

En particular, en este Trabajo Fin de Máster se pretende medir cómo el grado de cumplimiento de las recomendaciones de los Códigos de Buen Gobierno a nivel global, a nivel de los Consejos de Administración, y a nivel de las comisiones del mismo afecta a la probabilidad de quiebra.

La base teórica de este estudio viene suministrada principalmente por la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976). Los teóricos de la agencia establecen que la función principal de los Consejos de Administración es evitar los conflictos de intereses entre accionistas y directivos. Asimismo, la literatura existente pone énfasis en la responsabilidad de los directores para asegurar que los gerentes actúen en línea con los beneficios de los accionistas (Hillman y Dalziel, 2003). Los conflictos de intereses entre directores e inversores/propietarios se acentúan aún más en situaciones de crisis, debido a que los gerentes, especialmente en esa coyuntura, desarrollan una estrategia cortoplacista, orientada a la obtener mayores beneficios privados, ante la posibilidad de poder perder sus trabajos (Manzaneque et al., 2016). Tratan de lucrarse personalmente, en perjuicio de la compañía, lo que puede llevar a problemas de riesgo moral y conflictos éticos con los accionistas. Las bases de Buen Gobierno Corporativo podrían ayudar a reducir estos problemas de agencia y a tomar mejores decisiones, lo que puede repercutir positivamente en los resultados empresariales y en la situación financiera de las empresas.

Por otra parte, este estudio también se ve respaldado por la teoría de la dependencia de recursos. Hillman y Dalziel (2003), resaltan la relación entre los directores y el Consejo de Administración como proveedores de recursos y el desempeño empresarial. Éstos proveen a la empresa de su capital humano (experiencia, reputación, contactos, etc.) que puede resultar muy valioso para mejorar las decisiones corporativas. Estudios empíricos han demostrado que existe una relación entre los recursos (capital) que aportan los directores y el rendimiento de la empresa (Dalton et al., 1999). En este sentido, una adecuada gestión de los mecanismos de Gobierno Corporativo se espera

que, entre otras cosas, dote a los Consejos de Administración de importantes recursos para mejorar las estrategias empresariales.

Por consiguiente, se formula la siguiente hipótesis general, que puede ser dividida en tres sub-hipótesis:

H1: El cumplimiento de las recomendaciones recogidas en los Códigos de Buen Gobierno contribuye a reducir la probabilidad de quiebra de una empresa.

H1a: El cumplimiento de las *recomendaciones a nivel global* recogidas en los Códigos de Buen Gobierno contribuye a reducir la probabilidad de quiebra de una empresa.

H1b: El cumplimiento de las *recomendaciones relativas al Consejo de Administración* recogidas en los Códigos de Buen Gobierno contribuye a reducir la probabilidad de quiebra de una empresa.

H1c: El cumplimiento de las *recomendaciones relativas a las comisiones del Consejo de Administración* recogidas en los Códigos de Buen Gobierno contribuye a reducir la probabilidad de quiebra de una empresa.

Moreno Ureba, Elena

3. METODOLOGÍA

3.1. MUESTRA Y DATOS

En cuanto al método de trabajo llevado a cabo, se comienza seleccionando la muestra de empresas objeto de estudio. La muestra está compuesta por las compañías que han cotizado en el IBEX-35 durante los años 2013-2016, haciendo un total de 144 observaciones, divididas por sectores de actividad, teniendo en cuenta la clasificación del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM):

- Materiales Básicos e Industria
- Servicios de Consumo
- Bienes de Consumo
- Tecnología y Telecomunicaciones
- Servicios Financieros e Inmobiliarias
- Petróleo y Energía

Una vez seleccionada la muestra, el siguiente paso consiste en la descarga de los datos necesarios para llevar a cabo el análisis empírico. Por un lado, es necesario utilizar una serie de datos financieros para calcular las dos medidas empleadas para captar la probabilidad de quiebra de las empresas, así como para obtener diversas variables de control incluidas en los modelos estadísticos. Por otro lado, se requieren datos referentes al cumplimiento de las recomendaciones recogidas en los Códigos de Buen Gobierno españoles (CNMV, grupo especial de trabajo, 2006; CNMV, 2015).

En relación con los datos financieros de cada empresa, éstos se extraen de la base de datos Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI), a la que está suscrita la Universidad de Sevilla. Para comenzar con la descarga de datos, se realiza una lista de búsqueda en SABI marcando la información necesaria y para los años objeto de estudio. En formato de lista creamos un nuevo formato. Una vez ahí, seleccionamos que la información que se necesita corresponde a datos financieros y el formato detallado. Marcamos España y dentro de esta el Plan General de Contabilidad de 2007 (el que está en vigor). Dentro del Plan General de Contabilidad pinchamos en cuentas individuales formato normal y seleccionamos las variables necesarias, que principalmente están contenidas en el Balance y en la Cuenta de Resultados. Otras variables indispensables para calcular las medidas empleadas en el estudio empírico, por ejemplo, el BAIT o EBIT, se encuentran en la pestaña Ratios Informa dentro del Plan General de Contabilidad de 2007.

Es necesario tratar algunos datos suministrados por SABI. Para la capitalización, por ejemplo, hacemos clic en la ventana Bolsa, y dentro de ésta en datos anuales de bolsa, seleccionando la pestaña capitalización bursátil. Hay que tener en cuenta que el dato de capitalización viene dado en millones de euros, mientras que el resto de datos financieros viene en miles, por lo que para hacer comparable la información, hay que multiplicar la capitalización por 1000. En cuanto al tamaño, la base de datos suministra el total de activo de las diversas compañías. En nuestro caso ha sido medido como logaritmo del activo total, por lo que es preciso aplicarle el logaritmo a la cifra del activo total.

Una vez que se han seleccionado tanto las variables, como los años absolutos que se necesiten, se pincha en ir a la lista de resultados y se exportan a Excel. Aparecen entonces los primeros problemas a los que se han tenido que hacer frente.

En primer lugar, en la muestra aparecen una serie de empresas pertenecientes al sector financiero. Dichas empresas, debido a sus particularidades en la contabilidad, no reflejan la información necesaria para el cálculo de Z-score, ya que las entidades financieras no dividen su activo en corriente y no corriente, sino que lo presentan únicamente atendiendo a la liquidez de manera descendente. Por tanto, se ha procedido a medir la probabilidad de quiebra de estas empresas atendiendo exclusivamente a la segunda medida de la probabilidad de quiebra, suministrada por la literatura reciente (Manzaneque et al., 2016) debido a la imposibilidad de calcular Z-score.

Asimismo, SABI no contiene los datos necesarios de todas las empresas, por lo que se completan los mismos con las cuentas anuales (CCAA) publicadas en las webs corporativas de cada compañía, en la Bolsa de Madrid y en la CNMV.

A continuación, se procede a la descarga del Índice Spencer Stuart (Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración, 17ª, 18ª, 19ª y 20ª edición). Spencer Stuart es la primera consultora a nivel internacional que ofrece servicios de consultoría en el ámbito de los Consejos de Administración. La citada compañía recoge el grado de seguimiento de los Códigos de Buen Gobierno, publicados por la CNMV, de las compañías pertenecientes al IBEX-35. De forma similar a como viene establecido por la CNMV, las recomendaciones se dividen en diferentes bloques. Durante todo el horizonte temporal considerado, los grandes bloques de recomendaciones—Consejo y Comisiones—, se mantienen. Igualmente, también persiste todos los años la sección Junta General de Accionistas. En cambio, el bloque aspectos generales se crea en el año 2016 y en éste mismo año, desaparece la sección Consejeros, ya que pasa a integrarse dentro de las recomendaciones relativas al Consejo de Administración. La diferencia se debe a que las ediciones 17ª, 18ª y 19ª del Índice Spencer Stuart que se corresponden con los años 2013, 2014 y 2015 respectivamente, analizan el grado de cumplimiento de las recomendaciones contenidas en el Código de 2006, mientras que, en la última edición, ya estaba vigente el Código actual de 2015. Por tanto, las recomendaciones quedarían divididas de la siguiente forma:

- Años 2013-2015:
 - Junta General de Accionistas
 - Consejo
 - Consejeros y,
 - Comisiones.
- Año 2016:
 - Aspectos generales
 - Junta General de Accionistas
 - Consejo y,
 - Comisiones

Se ha estudiado el grado de seguimiento de las recomendaciones por bloques, centrándonos no solo en el cumplimiento de las mismas a nivel global, sino, además, en el seguimiento de las relativas al Consejo de Administración y a las comisiones del mismo.

En la tabla 2 se muestra el número de recomendaciones contenidas en cada bloque para el último año objeto de estudio; el 2016:

Bloque	Nº recomendaciones
1. Aspectos Generales	5
2. Junta General de Accionistas	6
3. Consejo	25
4. Comisiones	28

Tabla 2. Recomendaciones por bloques.

Fuente: Índice Spencer Stuart (2016).

Es debido al peso relativo que poseen las recomendaciones referentes al Consejo de Administración y a las comisiones del mismo por lo que se ha procedido a analizar de forma aislada el grado de seguimiento de sus respectivas recomendaciones.

En este punto, hay que tener en cuenta, que, durante el horizonte temporal considerado, la composición del IBEX-35 no se ha mantenido estable, es decir, las empresas con más liquidez que cotizan en el Sistema de Interconexión Bursátil han variado año a año, de manera que nos encontramos con ciertas compañías que durante alguno de los años estudiados han podido no formar parte del IBEX-35, y, por consiguiente, no han sido analizadas por el Índice Spencer Stuart en los citados periodos.

Por otra parte, tanto los bloques de recomendaciones como aquellas contenidas en los mismos también han sido objeto de modificación durante el horizonte temporal analizado, de manera que el número de recomendaciones no se ha mantenido constante, por lo que realmente el análisis del Índice Spencer Stuart no contiene exactamente el mismo contenido todos los años.

3.2. VARIABLES

Una vez que se ha dispuesto de todos los datos necesarios, se procede al cálculo de las variables independientes principales, las variables dependientes, así como las variables de control. En primer lugar, se calcula la probabilidad de quiebra de las empresas que componen la muestra, que será considerada como la variable dependiente en los análisis estadísticos. En este Trabajo Fin de Máster se utilizan dos medidas para reflejar la probabilidad de quiebra:

1. La primera de ellas se basa en el indicador Z-score (Altman, 1968). Se crea una variable ficticia (Zdummy) que constituye una variable dicotómica, de manera que sólo toma los valores 0-1. Para su cálculo, es necesario haber calculado previamente Z-score como la suma de sus componentes ponderados. El resultado de la fórmula Altman Z-score indica:

- a. $Z < 1.81 \rightarrow$ alta probabilidad de quiebra
- b. $1.81 < Z < 3 \rightarrow$ zona gris
- c. $Z > 3 \rightarrow$ baja probabilidad de quiebra

Una vez calculada Z-score, se clasifican las empresas que componen la muestra en dos grupos: las que ostentan baja probabilidad de quiebra y las que están afectadas por un alto riesgo de quiebra, de manera que las empresas que se encuentran en la llamada zona gris se consideran como empresas con bajo riesgo. Pues bien, atendiendo a lo anterior nos encontramos con dos tipos de empresas, aquellas que presentan una $Z > 1.81$, éstas son tratadas como empresas sanas, es decir, sin dificultades y, por el contrario, las que muestran una $Z < 1.81$; empresas afectadas por un alto riesgo de quiebra. Finalmente, Zdummy tomará los valores 1—la empresa presenta una alta probabilidad de quiebra—o 0 en caso contrario.

2. La segunda de ellas, es una medida utilizada recientemente en investigaciones en la materia (Tamer, 2015; Manzanque et al., 2016; Udín et al., 2017) y centrada en resultados empresariales y capitalización bursátil. Según la literatura previa una empresa atraviesa dificultades financieras (Findistress) cuando cumple alguno de los siguientes requisitos:

a. Su resultado antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA) es inferior a los gastos financieros que soporta durante dos periodos consecutivos.

b. Su valor de mercado desciende entre dos periodos consecutivos.

En segundo lugar, las principales variables independientes o explicativas serán las relacionadas con el cumplimiento de las recomendaciones contenidas en los Códigos de Buen Gobierno vigentes. Como se ha mencionado con anterioridad, se analiza, no sólo el seguimiento de las recomendaciones a nivel global, sino, además, el cumplimiento de las recomendaciones relativas al Consejo de Administración y a las comisiones del mismo. Por tanto, se han establecido tres variables independientes diferentes:

- Cumplimiento de las recomendaciones a nivel global recogidas en los Códigos de Buen Gobierno (C-General).
- Cumplimiento de las recomendaciones relativas al Consejo de Administración recogidas en los Códigos de Buen Gobierno (C-Consejo).
- Cumplimiento de las recomendaciones relativas a las comisiones del Consejo de Administración recogidas en los Códigos de Buen Gobierno (C-Comisiones).

Finalmente, en base a la literatura previa (Tamer, 2015; Cuomo et al., 2016; Manzanque et al., 2016; Udín et al., 2017; Kaspereit, 2017) se procede a calcular una serie de variables de control (tamaño, endeudamiento, rentabilidad, margen de beneficios, sector y año), ya que la probabilidad de quiebra indudablemente no depende únicamente del cumplimiento de los Códigos de Buen Gobierno, sino de otros muchos factores. El tamaño ($\log ta$) se obtiene como el logaritmo del total de activo; el endeudamiento (leverage) se calcula como el ratio Pasivo ajeno/ Activo total; la rentabilidad (roe) hace referencia al ratio Beneficio neto/ Patrimonio neto; en cuanto al margen de beneficios (margenB^0) se calcula como cociente entre el Resultado del ejercicio y el Importe Neto de la Cifra de Negocios. Por último, el sector de actividad al que pertenece la empresa (sect) y el año objeto de estudio (año) son variables dicotómicas que han sido construidas para el modelo estadístico.

En la tabla 3 se recogen las variables analizadas y se explica cómo se ha procedido a su cálculo. En el CD-ROM que se adjunta se muestra el cálculo de todas las variables.

	Definición	Abreviatura	Cálculo
VARIABLES DEPENDIENTES			
Probabilidad de quiebra (medida 1)	Variable ficticia que toma el valor 1 cuando Z-score < 1.81 y 0 en caso contrario. Z-score es la variable que muestra la probabilidad de quiebra de una empresa según el modelo de Altman (Altman, 1968). Z < 1.81 → Alta probabilidad de quiebra 1.81 < Z < 3 → zona gris Z > 3 → baja probabilidad de quiebra	Zdummy	$Z\text{-score} = 1.2 \cdot (FM/AT) + 1.4 \cdot (Rdo. \text{ no distrib.}/AT) + 3.3 \cdot (BAIT/AT) + 0.6 \cdot (Capitalización./PT) + 1 \cdot (Cifra \text{ Negocios}/AT)$
Probabilidad de quiebra (medida 2)	Variable ficticia que toma el valor 1 cuando la empresa se encuentra en dificultades financieras y 0 en caso contrario. Se considera que una empresa muestra dificultades financieras cuando presenta alguna de las siguientes situaciones: (a) EBITDA menor que los Gastos Financieros durante dos años consecutivos; y/o (b) su capitalización se reduce durante dos periodos consecutivos.	Findistress	EBITDA > G-FROS. (2 periodos consecutivos) y/o Capitalización _n < Capitalización _{n-1}
VARIABLES INDEPENDIENTES			
Cumplimiento de las recomendaciones a nivel global recogidas en el Código de Buen Gobierno	Variables que expresan el grado de cumplimiento de las recomendaciones contenidas en el Código de Buen Gobierno por las compañías pertenecientes al IBEX-35. Las variables toman el valor del porcentaje de recomendaciones que se cumplen.	C-General	Porcentaje de recomendaciones que se cumplen.
Cumplimiento de las recomendaciones relativas al Consejo de Administración recogidas en el Código de Buen Gobierno		C-Consejo	
Cumplimiento de las recomendaciones relativas a las comisiones del Consejo de Administración recogidas en el Código de Buen Gobierno		C-Comisiones	
VARIABLES DE CONTROL			
Tamaño	El tamaño viene medido por el logaritmo del activo total.	logta	Logaritmo del total de activo
Endeudamiento	Ratio que mide el apalancamiento financiero, es decir, la proporción de deuda que soporta una empresa frente a sus recursos propios.	leverage	Pasivo ajeno/ Activo total
Rentabilidad	Rentabilidad financiera	roe	Beneficio neto/ Patrimonio neto
Margen de beneficios	Margen neto que obtiene la empresa después de hacer frente a todos los costes.	margenB ^o	Resultado del ejercicio/ Importe Neto Cifra Negocios
Sector	Sector de actividad al que pertenece la empresa.	sect	Variable dicotómica
Año	Año objeto de estudio	año	Variable dicotómica

Tabla 3. Definición de variables.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de SABI, CNMV y webs corporativas.

3.3. MODELO ESTADÍSTICO

En cuanto al modelo estadístico, se aplica un modelo econométrico de gran utilidad para predecir el riesgo de quiebra; modelo de regresión logística. La regresión logística o modelo logit es un tipo de análisis de regresión que se usa para predecir el resultado de una variable binaria (que sólo puede alcanzar dos categorías) en función de una o varias variables independientes. El citado modelo de análisis es muy frecuente en este tipo de estudios sobre la predicción de la probabilidad de quiebra, y ha sido utilizado por diversos investigadores previamente (Tamer, 2015; Manzanque et al., 2016; Udín et al., 2017). La variable dependiente es una variable que alcanza el valor 1—la compañía presenta dificultades financieras—o 0, en caso contrario. Este modelo se basa en la utilización de variables cuantitativas, no admitiendo el uso de variables cualitativas como sector, año, etc. Ante este hecho, la solución recae en crear tantas variables dicotómicas como número de respuestas existan, por ejemplo, 6 para los sectores.

El modelo econométrico empleado se expresa de la siguiente forma:

$$Zdummy_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Grado de cumplimiento}_{it} + \beta_2 \log ta_{it} + \beta_3 \text{leverage}_{it} + \beta_4 \text{roe}_{it} + \beta_5 \text{margenB}^0_{it} + \beta_6 \text{sect} + \beta_7 \text{año} + \varepsilon_{it} + \eta_{it} \quad (1)$$

$$Findistress_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Grado de cumplimiento}_{it} + \beta_2 \log ta_{it} + \beta_3 \text{leverage}_{it} + \beta_4 \text{roe}_{it} + \beta_5 \text{margenB}^0_{it} + \beta_6 \text{sect} + \beta_7 \text{año} + \varepsilon_{it} + \eta_{it} \quad (2)$$

$$i = 1, \dots, N; \quad t = 1, \dots, T$$

Donde i y t representan las unidades transversales y el periodo de tiempo respectivamente y el Grado de cumplimiento representa alternativamente: 1) grado de cumplimiento a nivel global (C-General), 2) a nivel de Consejo de Administración (C-Consejo), y 3) de comisiones del Consejo de Administración (C-Comisiones).

La ecuación (1) muestra la probabilidad de que una compañía atravesase dificultades financieras atendiendo al modelo de Altman (Altman, 1968). Para ello, Z-score ha sido transformada en Zdummy, de manera que toma el valor 1 cuando la compañía ostenta un alto riesgo de quiebra y 0 en caso contrario.

La ecuación (2) muestra la probabilidad de dificultades financieras que ostenta una compañía, atendiendo a la segunda medida de probabilidad de quiebra; variable Findistress, de manera que toma el valor 1 cuando la empresa se encuentra en dificultades financieras y 0 en caso contrario.

Ambos modelos pretenden predecir la probabilidad de quiebra de una empresa, pero atendiendo a dos variables de medida distintas.

Por lo tanto, en el análisis empírico se crearán 6 modelos econométricos atendiendo a la posible relación existente entre las variables relativas al grado de cumplimiento de la recomendaciones recogidas en los Códigos de Buen Gobierno y a la probabilidad de quiebra. En base a la ecuación 1 se definen los siguientes modelos:

- Modelo 1:

$$Zdummy_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{C-General}_{it} + \beta_2 \log ta_{it} + \beta_3 \text{leverage}_{it} + \beta_4 \text{roe}_{it} + \beta_5 \text{margenB}^0_{it} + \beta_6 \text{sect} + \beta_7 \text{año} + \varepsilon_{it} + \eta_{it}$$

- Modelo 2:

$$Zdummy_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{C-Consejo}_{it} + \beta_2 \log ta_{it} + \beta_3 \text{leverage}_{it} + \beta_4 \text{roe}_{it} + \beta_5 \text{margenB}^0_{it} + \beta_6 \text{sect} + \beta_7 \text{año} + \varepsilon_{it} + \eta_{it}$$

- Modelo 3 :

$$Zdummy_{it} = \alpha_0 + \beta_1 C\text{-Comisiones}_{it} + \beta_2 \log ta_{it} + \beta_3 leverage_{it} + \beta_4 roe_{it} + \beta_5 margenB^0_{it} + \beta_6 sect + \beta_7 año + \varepsilon_{it} + \eta_{it}$$

En base a la ecuación 2 se definen los siguientes modelos:

- Modelo 4:

$$Findistress_{it} = \alpha_0 + \beta_1 C\text{-General}_{it} + \beta_2 \log ta_{it} + \beta_3 leverage_{it} + \beta_4 roe_{it} + \beta_5 margenB^0_{it} + \beta_6 sect + \beta_7 año + \varepsilon_{it} + \eta_{it}$$

- Modelo 5:

$$Findistress_{it} = \alpha_0 + \beta_1 C\text{-Consejo}_{it} + \beta_2 \log ta_{it} + \beta_3 leverage_{it} + \beta_4 roe_{it} + \beta_5 margenB^0_{it} + \beta_6 sect + \beta_7 año + \varepsilon_{it} + \eta_{it}$$

- Modelo 6:

$$Findistress_{it} = \alpha_0 + \beta_1 C\text{-Comisiones}_{it} + \beta_2 \log ta_{it} + \beta_3 leverage_{it} + \beta_4 roe_{it} + \beta_5 margenB^0_{it} + \beta_6 sect + \beta_7 año + \varepsilon_{it} + \eta_{it}$$

Moreno Ureba, Elena

4. ANÁLISIS

En primer lugar, se muestra un análisis descriptivo, destacando los resultados promedios de las variables analizadas, así como el grado de dispersión entre los valores alcanzados por las distintas empresas. Asimismo, se señala el valor de la empresa que ocupa la posición central, y los valores mínimo y máximo de cada variable.

A continuación, se muestra la relación individual existente entre las variables analizadas, a través de un análisis de correlaciones, destacando la significatividad entre las variables independientes entre sí y, entre éstas y las dependientes.

Por último, se lleva a cabo el análisis multivariante mediante las regresiones logit, y se presentan los resultados de los modelos estadísticos, comentando las posibles razones de los mismos.

4.1. ANÁLISIS DESCRIPTIVO

Centrándonos en el análisis descriptivo, cabe resaltar en primer lugar, que las variables dependientes al ser variables dicotómicas solo se mueven entre 0-1. Teniendo en cuenta los valores de la tabla 4, el análisis descriptivo va a comenzar con la presentación de los resultados relativos a las variables sobre la probabilidad de quiebra. A continuación, se explicarán los valores descriptivos de las variables relacionadas con el cumplimiento de las recomendaciones recogidas en los Códigos de Buen Gobierno, y finalmente se comentarán los estadísticos de las variables de control.

Variable	Observaciones	Media	Mediana	Desv. típica	Mínimo	Máximo
Zdummy	118	0.517	1	0.502	0	1
Findistress	142	0.514	1	0.501	0	1
C-General	130	91.181	93.54	9.090	50.25	100
C-Consejo	130	90.752	94.44	9.066	61.90	100
C-Comisiones	130	90.916	94.12	9.309	53.57	100
logta	144	6.998	6.839	0.803	5.67	8.696
leverage	144	0.623	0.685	0.299	0.050	2
roe	144	7.809	7.9	56.911	-489.59	151.79
margenB ^o	144	0.229	0.23	2.964	-24.47	13.46

Tabla 4. Estadísticos descriptivos.

Fuente: Elaboración propia a partir de Stata.

En primer lugar, los resultados descriptivos muestran que por término medio las compañías pertenecientes al IBEX-35 están ligeramente más cercanas a las dificultades financieras que alejadas de las mismas, atendiendo a ambas variables dependientes.

Si bien es cierto, que existe un cierto nivel de variabilidad entre los valores de las distintas empresas, aunque la desviación típica es menor a la media, por lo que la dispersión no se considera significativa. No hay grandes diferencias entre los resultados que arrojan ambas variables dependientes, aunque es cierto que al medir la probabilidad de quiebra atendiendo a la variable Findistress existe un mayor número de observaciones que en el caso de hacerlo con Zdummy. La razón recae en que la muestra está compuesta por una serie de compañías pertenecientes al sector financiero, para las que debido a sus particularidades en la contabilidad no es posible calcular Z-score—ya que no presentan su balance de situación dividido entre activo corriente y no

corriente, sino directamente de mayor a menor liquidez sin hacer esa diferencia—y por consiguiente tampoco se puede calcular Zdummy. Es debido a ello que los resultados no son totalmente comparables.

En segundo lugar, en cuanto a las variables independientes principales, como puede observarse, las compañías pertenecientes al IBEX-35 tienden a cumplir en su mayoría las recomendaciones de la CNMV contenidas en los Códigos de Buen Gobierno. El grado de seguimiento es bastante alto en los tres bloques de recomendaciones estudiados, alrededor del 91%, destacando levemente el cumplimiento de las recomendaciones a nivel global. La mediana, es levemente superior en los tres casos al valor medio, situándose en torno al 94%. En concordancia, la dispersión entre los valores de las distintas empresas analizadas es prácticamente nula.

Visto tal, se procede a realizar un análisis más detallado de los resultados descriptivos basado en recomendaciones particulares. La información a describir hace referencia a los anexos de este trabajo, donde se adjuntan las recomendaciones contenidas en el Código de Buen Gobierno vigente presentadas según el formato del Índice Spencer Stuart de 2016 (Anexo 1). Igualmente, en el Anexo 2, se muestra el grado de cumplimiento de las recomendaciones por bloques en cada uno de los años estudiados por las empresas que componen el IBEX-35, centrándonos en los 3 bloques de recomendaciones que constituyen el objeto de este trabajo; el seguimiento de las recomendaciones a nivel global (C-General), a nivel del Consejo de Administración (C-Consejo) y a nivel de las comisiones del mismo (C-Comisiones)

Concretamente, las compañías analizadas, siguen por término medio en un 91.18% las recomendaciones a nivel global. El valor mínimo de seguimiento es el menor de entre todos los bloques de recomendaciones estudiados, situándose en torno al 50%, de forma que la compañía del IBEX-35 que cumple en menor medida con las recomendaciones contenidas en el Código de Buen Gobierno (*Sacyr Vallehermoso*, en el 2016) sigue la mitad de las mismas, y la más cumplidora en lo que a recomendaciones respecta las cumple en su totalidad. Como ejemplo de las cotizadas que cumplen todas las recomendaciones podemos destacar *Bankinter* en el 2013, *Jazztel* en el 2014, *Gamesa* en el 2015 y *Bankia* en el año 2016, entre otras.

En cuanto al cumplimiento de las recomendaciones relativas al Consejo de Administración, la empresa que cumple en menor medida estas recomendaciones lo hace en un 61.9%¹. Se trata de *Sacyr Vallehermoso* en el periodo 2016. No obstante, existe un número representativo de empresas que cumplen el 100% de lo recomendado, destacando *Dia*, *Santander* e *Iberdrola* entre otras. Analizando pormenorizadamente dichas recomendaciones, la seguida en menor medida por las compañías del IBEX-35 es “política de selección de consejeros” con un seguimiento medio del 67.65% en el 2016. Entre las más cumplidas (respetadas por todas las compañías analizadas), destacan que los consejeros externos representan la mayor parte de los puestos del Consejo de Administración, frente a los ejecutivos, que son minoritarios; la oposición de los consejeros a las propuestas contrarias a los intereses de la compañía; o, que los consejeros están inmersos en un programa de formación y actualización, entre otras.

Analizando las recomendaciones referentes a las comisiones del Consejo de Administración, el grado de seguimiento mínimo es del 53.57% que corresponde a la empresa *Aena* en el año 2016 (inferior al cumplimiento de las recomendaciones del Consejo) y el máximo asciende al 100% de las mismas. Podemos destacar como las

¹ Los porcentajes de grado de cumplimiento se refieren a todo el horizonte temporal considerado.

empresas que más cumplen con las recomendaciones relativas a las comisiones del Consejo de Administración, *Inditex*, *Bankia* y *Bankinter*. Exactamente, la recomendación menos cumplida en el último ejercicio estudiado es “separación entre Comisión de Nombramientos y Comisión de Retribuciones”, realizándose solo en el 38.71% de las compañías estudiadas en el año 2016, lo que indica que, por lo general, las grandes empresas cotizadas tienen una única Comisión de Nombramientos y Retribuciones. Destaca también la retención de acciones a los consejeros ejecutivos como una de las menos seguidas. En el otro extremo cabe resaltar, por ejemplo, el hecho de realizar un informe de Responsabilidad Social Corporativa (RSC), lo que puede explicarse debido al intento de las compañías de ganar reputación teniendo en cuenta en sus actuaciones a todos sus stakeholders, en aras de mejorar su imagen; o, que en las compañías existe una política de control y gestión de riesgos.

Finalmente, los estadísticos descriptivos de las variables de control ofrecen la siguiente información a destacar:

- Puesto que el análisis empírico se centra en las empresas del IBEX-35, el tamaño (logta) de éstas es significativo. Por término medio, las compañías analizadas poseen un volumen de activos de alrededor de 57 millones de euros, que traducido a nuestra medida, en términos logarítmicos, supone un valor de casi 7. Este valor coincide con el valor de la variable que ocupa la posición central, es decir, la mediana, por lo que se pone de manifiesto que existe una escasa dispersión entre el activo total de las diversas empresas estudiadas.
- La variable endeudamiento (leverage) muestra que, por término medio las compañías analizadas tienen un pasivo ajeno que representa el 62% de su activo total, lo que supone que en las citadas entidades predomina la financiación ajena frente a la propia. La compañía menos endeudada de entre todas las analizadas, presenta un leverage del 5%, mientras que la que se encuentra en peor situación en lo que a endeudamiento respecta mantiene un pasivo ajeno que representa el doble del activo total. Se trata de *Abengoa* en el año 2016.
- La rentabilidad (roe) es la variable que ofrece una mayor dispersión de entre todas las estudiadas. No sólo las diferentes compañías analizadas alcanzan rentabilidades muy dispares, sino que una misma compañía puede variar considerablemente su rentabilidad de un periodo a otro. Por término medio, las grandes cotizadas muestran una roe que ronda el 7.8%. Destaca *Abertis Autopistas España* en el ejercicio 2015 como la empresa menos rentable de entre todas las estudiadas, con un rentabilidad negativa de - 489.59%. La empresa que alcanza una mayor rentabilidad financiera es *Endesa* en el año 2014: 151.79%.
- Respecto al margen de beneficios (margenB⁰), por término medio, las compañías analizadas obtienen alrededor de un 23% de margen. Sin embargo, el margen obtenido es bastante diferente en función de la compañía examinada, situándose entre el -24%—compañía más perjudicada y el 13%—la que obtiene mayor margen.

4.2. ANÁLISIS DE CORRELACIONES

La tabla 5 muestra la relación individual existente entre cada una de las variables que conforman el modelo estadístico.

	Zdummy	Findistress	C-General	C-Consejo	C-Comis.	logta	leverage	roe
Zdummy	1.000							
Findistress	0.355***	1.000						
C-General	-0.050	-0.094	1.000					
C-Consejo	-0.081	-0.142	0.639***	1.000				
C-Comis.	0.084	-0.038	0.773***	0.509***	1.000			
logta	0.448***	-0.054	0.148*	0.106	0.127	1.000		
leverage	0.467***	0.194**	-0.104	-0.069	-0.054	0.441***	1.000	
roe	-0.224**	-0.180**	-0.042	0.032	-0.013	-0.055	-0.084	1.000
margenB⁰	-0.272***	-0.149*	0.064	-0.022	0.018	-0.023	-0.258*	0.347***

Los asteriscos representan el nivel de significatividad: * p<0.1 → nivel de significatividad al 10%; ** p<0.05 → nivel de significatividad al 5%; *** p<0.01 → nivel de significatividad al 1%.

Tabla 5. Matriz de correlaciones.

Fuente: Elaboración propia a partir de Stata.

En primer lugar, cabe resaltar que la relación entre las dos variables dependientes es muy significativa, sin embargo, resulta más baja de lo que se esperaba, ya que al medir ambas la probabilidad de que una empresa atravesase problemas financieros se podía intuir que las dos variables estarían muy correlacionadas. No obstante, la realidad difiere de lo esperado. Estos resultados podrían deberse a la dificultad de medir la probabilidad de quiebra de una empresa, ya que existen múltiples variables de medida y cada una considera una serie de factores determinantes del riesgo de quiebra, los cuales difieren bastante de una variable de medida a otra. Es cierto que las diferentes formas de medir la probabilidad de fracaso empresarial contienen limitaciones, como puede ser la selección de la muestra; las propias variables (ratios financieros), debido a la ausencia de una teoría que respalde la elección de dichas variables y no de otras, a problemas relacionados con la forma funcional y distribución de los ratios y a diferencias en lo que respecta al tamaño y sector al que pertenece la empresa; por último, limitaciones operativas, ya que la probabilidad de quiebra es una variable que se suele medir a posteriori (Laffarga, 1999).

En cuanto a la relación existente entre el grado de cumplimiento de las recomendaciones y la probabilidad de quiebra, cabe destacar que, aunque existe principalmente una relación negativa, ésta no es significativa, ni atendiendo a Zdummy ni a Findistress. Este hecho puede deberse a que el fin de cumplir o no con los Códigos de Buen Gobierno no viene motivado por reducir la probabilidad de quiebra, sino que más bien, las compañías al hacerlo pudieran perseguir otros intereses, como mejorar su reputación, su responsabilidad social corporativa (RSC), su responsabilidad social empresarial (RSE), etc., aunque en última instancia todos estos factores pueden influir en la situación financiera de la empresa, y por consiguiente en su riesgo de quiebra.

Como puede observarse, la relación entre las variables de control y la probabilidad de quiebra es significativa, especialmente atendiendo a Zdummy. En este caso, el total de activo (logta), el endeudamiento (leverage) y el margen de beneficios (margenB⁰) de las distintas empresas contribuyen de forma individual en gran medida a explicar la probabilidad de quiebra (significatividad al 1%). La relación entre probabilidad de quiebra y rentabilidad (roe), también es significativa, aunque en menor medida (significatividad al 5%).

Asimismo, llama la atención la alta relación entre los grados de cumplimiento de los distintos bloques de recomendaciones, que resulta muy significativa, destacando, el cumplimiento de las recomendaciones relativas a las comisiones del Consejo de Administración y el grado de cumplimiento general de las mismas. Ello podría deberse a que la empresa que tiende a cumplir más recomendaciones a nivel general, también lo hace de forma específica para las recomendaciones sobre el Consejo de Administración y sus comisiones.

Por último, debe hacerse referencia a los posibles problemas de multicolinealidad. En principio, ninguna de las correlaciones entre las variables, a excepción de la relación existente entre C-Comisiones–C-General excede del 0.7 (que no entrarían de forma conjunta en ningún modelo estadístico), lo que muestra que no parece haber problemas de que las variables independientes estén muy correlacionadas entre sí (Cooper y Schindler, 2003).

4.3. ANÁLISIS ESTADÍSTICO BASADO EN EL MODELO LOGIT.

El objetivo principal de este Trabajo Fin de Máster es estudiar si el hecho de cumplir las recomendaciones contenidas en los Códigos de Buen Gobierno tanto a nivel global, como las relativas al Consejo de Administración y las correspondientes a las comisiones del mismo contribuye a reducir la probabilidad de quiebra de una empresa. Para ello, se ha desarrollado un modelo econométrico basado en regresiones logit.

Como se apuntaba en el capítulo 3, es necesario aplicar modelos diferentes en función de la variable a través de la cual se mida la probabilidad de quiebra. Igualmente, también se modifica la variable independiente principal, ya que se aplica un modelo distinto para analizar el grado de cumplimiento de cada bloque de recomendaciones individualmente considerado.

Los resultados que arroja el modelo logit, cuando la variable dependiente es Zdummy, se presentan en la tabla 6. En esta tabla se muestran los modelos correspondientes a la ecuación 1, incluyendo de forma alternativa las variables relativas al cumplimiento de los códigos.

Variable dependiente: Zdummy			
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
constante	-34.271 (0.029)	-36.441 (0.035)	-45.820 (0.032)
C-General	0.069 (0.243)		
C-Consejo		0.067 (0.250)	
C-Comisiones			0.125* (0.070)
logta	3.493** (0.049)	3.719** (0.048)	4.372* (0.053)
leverage	7.109*** (0.008)	7.679*** (0.009)	8.295** (0.012)
roe	-0.017 (0.174)	-0.015 (0.218)	-0.017 (0.205)
margenB ^o	-0.068 (0.699)	-0.065 (0,27)	-0.069 (0.678)
Sect	Sí	Sí	Sí
año	Sí	Sí	Sí
Wald chi2(13)	14.48	13.76	11.11
Prob > chi2	0.271	0.316	0.519

Los asteriscos representan el nivel de significatividad: * $p < 0.1$ → nivel de significatividad al 10%; ** $p < 0.05$ → nivel de significatividad al 5%; *** $p < 0.01$ → nivel de significatividad al 1%.

Tabla 6. Modelo de regresión logística (I).

Fuente: Elaboración propia a partir de Stata.

En primer lugar, cabe resaltar que ninguno de los tres modelos econométricos donde la variable dependiente es Zdummy son modelos adecuados debido a que no cumplen con determinadas condiciones [(Prob > chi2) > 0,100].

Como puede observarse en la tabla 4, por término medio, la mitad de empresas analizadas durante los 4 años objeto de estudio, estarían azotadas por un alto riesgo de quiebra. Sin duda, estos datos son preocupantes, dada la importancia que tales empresas poseen en el mercado continuo. Sin embargo, también es cierto que estamos hablando de promedios, de manera que nos encontramos con empresas muy sanas, frente a otras con riesgo alto (con valores de Z-score muy bajos), atravesando por graves dificultades financieras. No obstante, la tabla 4 muestra además que la dispersión entre los valores de Z de las distintas empresas no es elevada, lo que refleja la alarmante situación.

Los resultados apuntan que en ninguno de los modelos analizados existe relación significativa entre las variables estudiadas, ya que a pesar de que las variables del Modelo 3 sí presentan relación (significatividad al 10%), ninguno de los modelos econométricos con la variable Zdummy resulta significativo atendiendo a los valores del indicador Prob > chi2.

Concretamente, el Modelo 1, que analiza el efecto del seguimiento de las recomendaciones contenidas en los Códigos de Buen Gobierno a nivel global, sobre la probabilidad de quiebra de la empresa medida por Zdummy, muestra que no existe relación entre las variables estudiadas, lo que nos lleva a no aceptar la hipótesis H1a— el cumplimiento de las *recomendaciones a nivel global* contenidas en los Códigos de Buen Gobierno contribuye a reducir la probabilidad de quiebra.

El Modelo 2, que analiza el efecto que el cumplimiento de las recomendaciones relativas al Consejo de Administración tiene sobre la probabilidad de quiebra de una empresa medida por Zdummy, ofrece un resultado que va en línea con el del modelo anterior. Como puede observarse, no existe relación entre las variables estudiadas, de manera que no se acepta la hipótesis H1b.

En cambio, al estudiar las consecuencias de cumplir las recomendaciones concernientes a las comisiones del Consejo de Administración sobre la probabilidad de quiebra de una empresa (Modelo 3), los resultados parecen apuntar que existe una relación positiva entre ambas variables y que además esa relación es significativa al 10%. El hecho de que las empresas que se encuentran en peor situación en lo que a la quiebra respecta, cumplan más las recomendaciones relativas a las comisiones del Consejo de Administración, puede deberse precisamente a la existencia de una relación inversa, es decir, las empresas que presentan una peor situación económico-financiera buscan mejorar la efectividad de las citadas comisiones y las decisiones que éstas toman sobre las distintas estrategias empresariales, en aras de mejorar su situación. En cualquier caso, el modelo no es significativo, por lo que no se acepta la hipótesis H1c— el cumplimiento de las *recomendaciones relativas a las comisiones* del Consejo de Administración contribuye a reducir la probabilidad de quiebra—.

Por otro lado, algunas de las variables de control empleadas sí muestran una relación significativa de forma sistemática con la probabilidad de quiebra. Por ejemplo, la relación entre el tamaño de las compañías (logta) y la probabilidad de quiebra, medida por Zdummy, parece ser positiva y significativa (significatividad al 5%), lo que supone que las empresas de mayor tamaño suelen tener un mayor riesgo de quiebra. Ello se debe a que Zdummy es una variable que se crea en función del valor que alcance la variable Z-score. Z-score es la suma ponderada del resultado que alcancen determinados ratios (Altman, 1968):

$$\text{Z-score} = 1.2 \cdot (\text{FM}/\text{AT}) + 1.4 \cdot (\text{Rdo. no distrib.}/\text{AT}) + 3.3 \cdot (\text{BAIT}/\text{AT}) + 0.6 \cdot (\text{Capitalización.}/\text{PT}) + 1 \cdot (\text{Cifra Negocios}/\text{AT})$$

donde:

AT: es el activo total (en nuestro modelo el tamaño viene medido por logta)

El activo aparece como denominador en cuatro de los cinco ratios que componen el índice Z, lo que supone que a mayor logta menor valor de Z-score y por consiguiente más probable es que Zdummy tome el valor 1 (la empresa presenta dificultades financieras). Por lo que concluimos que atendiendo a Zdummy cuanto más grande sea el tamaño de una compañía, más afectada tiende a estar por el riesgo de quiebra.

Si atendemos a la variable de control referente al endeudamiento (leverage), se observa que como podía esperarse, la relación entre el nivel de endeudamiento y la probabilidad de quiebra también es positiva y muy significativa (significatividad al 1%), en el sentido de que cuanto mayor sea el pasivo ajeno de una entidad más expuesta estará al riesgo de quiebra.

La rentabilidad (roe) muestra una relación negativa, pero no significativa, con la probabilidad de quiebra. El signo de la relación parece lógico, ya que cuanto más rentable resulte una empresa menos problemas financieros suele tener. Ahora bien, en los modelos econométricos en los que la variable dependiente es Zdummy, la relación entre las citadas variables no es significativa, lo que podría deberse a que la rentabilidad (roe) no se incluye en la fórmula Z-score.

En cuanto al margen de beneficios (margenB⁰), su relación con la probabilidad de quiebra es negativa, como parece lógico, de forma que cuanto mayor margen obtenga

una empresa, más alejada estará de la probabilidad de quiebra, aunque dicha relación tampoco resulta significativa.

En los tres modelos se ha tenido en cuenta el efecto provocado por el sector de actividad al que pertenece cada compañía y el año objeto de estudio incluyéndolos como variables dicotómicas.

Los resultados que arroja el modelo logit, cuando la variable dependiente es Findistress, se presentan en la tabla 7. En esta tabla se muestran los modelos correspondientes a la ecuación 2, incluyendo de forma alternativa las variables relativas al cumplimiento de los códigos.

Variable dependiente: Findistress			
	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
constante	4.028 (0.338)	8.315 (0.053)	3.118 (0.413)
C-General	-0.005 (0.855)		
C-Consejo		-0.444* (0.081)	
C-Comisiones			0.005 (0.827)
logta	-0.607 (0.193)	-0.681 (0.147)	-0.607 (0.192)
leverage	2.812*** (0.006)	2.805*** (0.006)	2.806*** (0.005)
roe	-0.024* (0.017)	-0.025** (0.013)	-0.024** (0.016)
margenB ⁰	-0.035 (0.670)	-0.619 (0.490)	-0.032 (0.693)
Sect	Sí	Sí	Sí
año	Sí	Sí	Sí
Wald chi2(13)	22.02*	23.83**	22.15*
Prob > chi2	0.055	0.033	0.053

Los asteriscos representan el nivel de significatividad: * p<0.1 → nivel de significatividad al 10%; ** p<0.05 → nivel de significatividad al 5%; *** p<0.01 → nivel de significatividad al 1%.

Tabla 7. Modelo de regresión logística (II).

Fuente: Elaboración propia a partir de Stata.

En primer lugar, cabe destacar que todos los modelos en los que la variable dependiente analizada es Findistress son modelos adecuados ($\text{Prob } \chi^2 < 0.100$), es decir, existe un alto grado de capacidad explicativa que viene mostrado no sólo por la relación entre las variables dependientes e independientes, sino también por las variables de control introducidas, cuyo efecto provoca un aumento de la significatividad del modelo.

El Modelo 4, que estudia la relación entre el cumplimiento de las recomendaciones a nivel global y la probabilidad de dificultades financieras apunta que la relación entre ambas variables es negativa, aunque escasamente significativa, lo que parece indicar que el hecho de cumplir las recomendaciones a nivel global contenidas en los Códigos de Buen Gobierno no contribuye a reducir la probabilidad de quiebra. Por tanto, no se acepta la hipótesis H1a.

En relación con el Modelo 5, puede observarse que existe una relación negativa entre el cumplimiento de las recomendaciones relativas al Consejo de Administración y la probabilidad de quiebra y que dicha relación es significativa (significatividad al 10%). Ello supone que las empresas que cumplen en mayor medida las recomendaciones del Consejo de Administración tienen a ser empresas más sanas en lo que a la lejanía de la quiebra respecta. Esto podría deberse a que mejores Consejos de Administración toman mejores decisiones estratégicas y ayudan a mejorar la situación económico-financiera de la empresa; mejores Consejos de Administración pueden además incidir en la reputación corporativa y esto puede mejorar el rendimiento empresarial. Las recomendaciones contenidas en los Códigos de Buen Gobierno pueden resultar una guía adecuada de buenas prácticas empresariales que mejoran la imagen de las empresas frente a sus competidores y al público en general, otorgándoles una mejor reputación y ayudándoles a mejorar sus estrategias. Aceptamos, por tanto, la hipótesis H1b, concluyendo que el cumplimiento de las *recomendaciones relativas al Consejo de Administración* contribuye a reducir la probabilidad de quiebra.

Al analizar el Modelo 6, se observa que, a diferencia de los modelos anteriores, la relación entre el cumplimiento de las recomendaciones relativas a las comisiones del Consejo de Administración contenidas en los Códigos de Buen Gobierno y la probabilidad de que la empresa atravesase por dificultades financieras (Findistress), es positiva, pero esta relación no es significativa [$(p > z) > 0.100$]. Llama la atención, el hecho de que la misma resulte positiva, siendo negativa la relación entre C-Consejo y Findistress. Sin embargo, al no ser significativa, no podemos afirmar que las variables analizadas en este modelo estén relacionadas.

En cuanto al efecto de las variables de control introducidas en el modelo, según se indicó en la literatura previa (Manzaneque et al., 2016) entre el tamaño de las compañías (logta), y la probabilidad de que la empresa atravesase dificultades financieras (Findistress) existe una relación negativa, de manera que, a mayor tamaño, las organizaciones tienden a ser más sanas, en lo que a problemas financieros respecta. Sin embargo, la relación entre ambas variables según los resultados que arrojan los modelos 4, 5 y 6 no resulta significativa.

El endeudamiento (leverage) es la variable de control que en todos los casos aparece como más significativa (significatividad al 1%). Como cabría esperar (Tamer, 2015; Manzaneque et al., 2016), a mayor endeudamiento mayor probabilidad de quiebra, ya que la financiación ajena tiene un coste, obligándose la empresa en cuestión a hacer frente tanto a la devolución del principal como a los intereses, que suele ser superior al coste de la financiación propia. La relación entre las mismas es positiva.

La relación entre rentabilidad (roe) y probabilidad de quiebra también es bastante significativa (significatividad al 5% en la mayoría de los modelos). Como cabría esperar (Tamer, 2015; Manzaneque et al., 2016), existe una relación negativa entre ambas variables, de manera que a medida que la rentabilidad disminuye, se incrementa el riesgo de quiebra, ya que los propietarios rentabilizan en menor medida sus inversiones.

En lo que al margen de beneficios respecta, cabe decir que esta variable no resulta significativa en ninguno de los modelos analizados. La relación entre ésta y la probabilidad de quiebra es negativa, como podría esperarse, de manera que a medida que el margen de beneficios de una empresa se reduce, aumenta la probabilidad de problemas financieros para la misma. Por una parte, llama la atención el hecho de que no resulte significativa, ya que se entiende que a mayor margen de beneficios la compañía resultaría más rentable para sus inversores. En cambio, por otra parte, no es

necesario que las compañías obtengan un alto margen para alcanzar una rentabilidad elevada, ya que pueden rentabilizar sus inversiones vía rotación, por ejemplo, obteniendo un margen reducido, pero con un elevado volumen de ventas.

En todos los modelos se ha tenido en cuenta la influencia del sector de actividad al que pertenece cada empresa y el año estudiado mediante la inclusión de variables dicotómicas.

A modo de resumen, cabe resaltar que sólo en uno de los modelos se ha encontrado una relación entre el cumplimiento de las recomendaciones contenidas en los Códigos de Buen Gobierno, en concreto las relativas al Consejo de Administración, y la probabilidad de quiebra de las empresas analizadas. Esto permite deducir dos cuestiones:

1. Los Consejos de Administración parecen ser el mecanismo de Gobierno Corporativo que mayor influencia podría tener en la situación financiera de las empresas. Por un lado, se refuerzan las investigaciones realizadas hasta el momento sobre el valor de los Consejos de Administración y su papel en la generación de valor empresarial. Por otro lado, se extiende la literatura existente analizando una relación hasta ahora novedosa, que estudia el cumplimiento de las recomendaciones plasmadas en los Códigos de Buen Gobierno y la quiebra empresarial.

2. Con carácter general, el cumplimiento de las recomendaciones recogidas en el Código de Buen Gobierno no parece tener una influencia en la probabilidad de quiebra de las empresas. Diversas razones podrían explicar la inexistencia de las relaciones significativas comentadas anteriormente, entre ellas:

- En primer lugar, el hecho de cumplir los Códigos de Buen Gobierno no asegura superar la probabilidad de quiebra, sino más bien, va enfocado a cuestiones relacionadas con la responsabilidad social, siendo más indirecto su efecto sobre el rendimiento empresarial.
- La propia medida de la probabilidad de quiebra. La probabilidad de quiebra de una empresa puede calcularse de múltiples formas, de manera que cada una de ellas será más adecuada en función de las características de la empresa en cuestión e incluso de la situación del entorno en el que se ubique la organización o de la coyuntura económica. En este estudio, tan sólo con las dos medidas de quiebra empleadas, los resultados arrojados por los diferentes modelos econométricos ya difieren entre sí.
- Se está midiendo el efecto global del cumplimiento por todas las compañías del IBEX-35 de los Códigos de Buen Gobierno. Al medir el efecto global, se diluye la significatividad que pueda tener una medida en particular para una empresa o grupo reducido de empresas por ejemplo pertenecientes al mismo sector.
- En promedio, el cumplimiento de las recomendaciones contenidas en los Códigos de Buen Gobierno por las empresas analizadas asciende al 91% tanto si se trata del cumplimiento de las recomendaciones a nivel global, como el de las relativas específicamente al Consejo de Administración o a las comisiones del mismo. El hecho de que el grado de seguimiento sea tan elevado, supone que apenas hay variación entre las empresas, por lo que puede no ser un factor diferenciador.
- Por último, puede ser que las empresas al cumplir los Códigos de Buen Gobierno busquen incrementar su reputación, es decir, que se trate de un objetivo de imagen más que de mejorar el rendimiento empresarial.

5. CONCLUSIONES

El objetivo principal del presente trabajo era estudiar si el hecho de que una empresa cumpla con las recomendaciones contenidas en los Códigos de Buen Gobierno contribuye a reducir su probabilidad de quiebra. Se ha estudiado el efecto del cumplimiento de las recomendaciones contenidas en el Código vigente en cada momento (CNMV, grupo especial de trabajo, 2006; CNMV, 2015). En particular, se han analizado las recomendaciones tanto a nivel general, como a nivel del Consejo de Administración, y de las correspondientes comisiones del mismo.

El desarrollo del trabajo ha requerido el diseño de variables relativas tanto a la probabilidad de quiebra como al cumplimiento de las recomendaciones citadas anteriormente. La construcción de dichas medidas me ha permitido conocer variables cuantitativas usadas en la literatura en contabilidad y Gobierno Corporativo, así como familiarizarme con el uso y con la elaboración de bases de datos. En cuanto al análisis empírico, se ha empleado un modelo econométrico (modelo logit) para medir la relación entre cada una de las variables dependientes (las que miden la probabilidad de quiebra) y el cumplimiento de las recomendaciones recogidas en los Códigos de Buen Gobierno. Este análisis me ha permitido iniciarme en cuestiones relacionadas con la econometría y con el uso de paquetes estadísticos.

A modo de conclusión cabe destacar, que, el hecho de que una empresa cumpla con las *recomendaciones a nivel global* recogidas en los Códigos de Buen Gobierno no parecer incidir de forma directa sobre la probabilidad de quiebra de la misma, atendiendo a las dos variables con las que se ha medido la citada probabilidad de quiebra.

En cambio, parece existir una relación negativa entre el cumplimiento de las *recomendaciones relativas al Consejo de Administración* contenidas en los Códigos de Buen Gobierno y la probabilidad de quiebra (medida por la variable Findistress), de manera que las empresas que siguen en mayor medida las recomendaciones del Consejo de Administración tienen a presentar una menor probabilidad de quiebra, alejándose de las dificultades financieras. No ocurre lo mismo, cuando la probabilidad de quiebra se mide a través de la variable Zdummy, siendo la relación entre ambas variables inexistente en este caso.

Con respecto al efecto del cumplimiento de las *recomendaciones referentes a las comisiones* del Consejo de Administración sobre la probabilidad de quiebra, cabe resaltar que, a pesar de existir una relación positiva entre las dos variables, atendiendo a la medida de probabilidad de quiebra Zdummy, el modelo econométrico empleado no resulta significativo, por lo que no es posible establecer una relación significativa entre las variables anteriores. En cambio, el cumplimiento de estas recomendaciones no parece afectar a la probabilidad de quiebra de una empresa si atendemos a la variable Findistress.

Estos resultados ponen de manifiesto que el cumplimiento de las recomendaciones relacionadas con el Consejo de Administración puede tener un efecto sobre la situación financiera de las empresas. Sin embargo, dicha relación es débil y no es significativa para todas las medidas de probabilidad de quiebra. Además, el cumplimiento del resto de recomendaciones no parece influir directamente en la situación financiera de las empresas. Este análisis sin duda constituye un estudio preliminar, dejando abiertas nuevas líneas de investigación futuras, tanto relativas a los determinantes de la probabilidad de quiebra como al efecto del cumplimiento de los Códigos de Buen

Gobierno. No obstante, esperamos contribuir a la literatura previa profundizando un poco más en el estudio de la relación entre el Gobierno Corporativo y la situación económico-financiera de las empresas. La evidencia encontrada abre las puertas a futuras líneas de investigación que puedan ayudar a entender mejor el papel de los Códigos de Buen Gobierno. Por ejemplo, se podría estudiar la relación entre el cumplimiento de las recomendaciones recogidas en éstos y otras variables relacionadas con estrategias corporativas o el rendimiento empresarial. También podrían analizarse otros contextos donde las recomendaciones no se cumplan de forma tan mayoritaria como en España.

Para concluir, quisiera mencionar que a nivel personal este proyecto ha supuesto un reto y me ha enriquecido mucho, resultando en general muy satisfactorio. Este Trabajo Fin de Máster, como se ha comentado en la introducción, pretende ser un trabajo de iniciación a la investigación. La realización del mismo ha supuesto la adquisición de competencias y habilidades relevantes en el proceso de investigación, entre las cuales me gustaría destacar:

- En primer lugar, ha requerido la familiarización con el proceso de revisión bibliográfica. La búsqueda y el análisis de otros trabajos de investigación relacionados con la materia me ha permitido conocer las etapas de un artículo de investigación e introducirme en otras cuestiones relevantes, como la elaboración de marcos teóricos y el uso de metodologías de investigación. Además, he incrementado mis habilidades de lectura en otro idioma, al leer artículos en inglés con un vocabulario bastante específico, y aprendido a usar herramientas de búsqueda de artículos.
- Por otro lado, me ha sido muy útil para adquirir conocimientos estadísticos. Aunque soy consciente de que mis habilidades en esta materia aún son bastante limitadas, el uso del programa Stata ha supuesto un reto para mí, en el que sin duda seguiré avanzado. He mejorado en el uso bases de datos, he ampliado mis conocimientos sobre aplicaciones de ofimática y avanzado muchísimo en el uso de herramientas como Excel y Word. En particular, he aprendido tareas relacionadas con el tratamiento de datos, por ejemplo, trabajando con variables dicotómicas.
- También, me ha ayudado a conocer cuestiones específicas relacionadas con la probabilidad de quiebra y con el Gobierno Corporativo, así como información general sobre las empresas integrantes del IBEX-35. Por ejemplo, medidas de la probabilidad de quiebra, o el Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración.

Bibliografía

Páginas web

- Deloitte (2012). *4º Estudio anual de mejores prácticas en Gobierno Corporativo. Contribución de los órganos de Gobierno y sus miembros*. Recuperado el 10 de octubre de 2017 de https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/mx/Documents/risk/Gobierno-Corporativo/4oEstudio_GobiernoCorporativo.pdf
- Deloitte (2018). *¿Qué es el Gobierno Corporativo?* Recuperado el 10 de octubre de 2017 de <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/Governance-risk-and-compliance/articles/que-es-el-gobierno-corporativo.html>
- EmprendePyme (2016). *El Consejo de Administración*. Recuperado el 12 de octubre de 2017 de <https://www.emprendepyme.net/el-consejo-de-administracion.html>
- PricewaterhouseCoopers S.L. (2016). *Consejos de Administración de empresas cotizadas*. Recuperado el 24 de octubre de 2017 de <https://www.pwc.es/es/financiero/consejos-administracion-empresas-cotizadas-2017.pdf>
- Sofía y Ernest & Young (2002). *El Gobierno Corporativo: oportunidades y amenazas*. Recuperado el 6 de junio de 2018 de <http://docplayer.es/15207245-El-gobierno-corporativo-oportunidades-y-amenazas.html>
- Spencer Stuart (2013). *Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración*. 17ª edición. Recuperado en septiembre de 2017 de https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/es/bi2013_webf-05dec2013.pdf
- Spencer Stuart (2014). *Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración*. 18ª edición. Recuperado en septiembre de 2017 de https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/es/bi2014_webf-05dec2014.pdf
- Spencer Stuart (2015). *Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración*. 19ª edición. Recuperado en septiembre de 2017 de https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/es/bi2015_webf-05dec2015.pdf
- Spencer Stuart (2016). *Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración*. 20ª edición. Recuperado en septiembre de 2017 de https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/es/bi2016_web.pdf

Artículos electrónicos

- Ashbaugh H., Collins, D.W. y LaFond, R. (2004). Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=639681
- Tàpies, J. (2014). ¿Para qué sirve un Consejo de Administración? Josep Tàpies desgrana las funciones de este órgano vital. *Business School University of Navarra*. Recuperado de <https://www.iese.edu/es/conoce-iese/prensa-noticias/noticias/2014/febrero/para-que-sirve-consejo-administracion>

Artículos en revistas:

- Acero, I. y Alcalde N. (2010). Heterogeneidad en los Consejos de Administración en España. *ICE: Revistas de Información Comercial Española*, mayo-junio 2010 (854), 85-103.
- Al-Tamimi, H. (2012). The effects of Corporate Governance on performance and financial distress: the experience of UAE national banks. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 20, (2), 169-181.

- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The journal of finance*, 23 (4), 589-609.
- Banegas, R., Manzaneque, M., Simón, A. y Tejedó, F. (2006). Análisis comparativo de las recomendaciones de los Códigos de Buen Gobierno publicados en España"; *Lan Harremanak: Revista de Relaciones Laborales*; 14; 57-76.
- Bekiris, F., y Doukakis, L. (2011). Corporate Governance and accruals earnings managements. *Managerial and Decision Economics*, 32, 439–456.
- Brown, P., Beekes, W. y Verhoeven, P. (2011). Corporate Governance, accounting and finance: A review. *Accounting & finance*, 51(1), 96-172.
- Chaganti, R., Mahajan, V. y Sharma, S. (1985). Corporate board size, composition, and corporate failures in retailing industry. *Journal of Management Studies*, 22, 400–417.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., y Lang, H. (2002). Disentangling the incentive and control systems. *Journal of Finance*, 48, 831–880.
- Cooper, D. R., y Schindler, P. S. (2003). Research methods. Boston, MA: *Irwin*.
- Cuomo, F., Mallin, C. y Zattoni, A. (2016). Corporate Governance Codes: A Review and Research Agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 24,(3), (2016), 222–241.
- Daily, C. y Dalton, D. (1994). Bankruptcy and Corporate Governance: the impact of board composition and structure. *Academy of Management Journal*, 37, (6), 1603-1617.
- Dalton, D., Daily, C., Johnson, J. y Ellstrand A. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42, 674-686.
- Donker, H., Santen, B. y Zahir, S. (2009). Ownership structure and the likelihood of financial distress in the Netherlands. *Applied Financial Economics*, 19, 1687–1696.
- Fernández, C., Arrondo, R. y Fernández, E. (2011). Incidencia de las comisiones de nombramientos y retribuciones sobre las remuneraciones de los consejeros ejecutivos. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa* 15, (1), 33–41.
- Fernández, H. y Pérez, F. (2005). El modelo logístico: una herramienta estadística para evaluar el riesgo de crédito. *Revista Ingenierías Universidad de Medellín*, 4, (6), 55-75.
- Ferruz, L., Marco, I. y Acero, I. (2010). Códigos de Buen Gobierno: Un análisis comparativo. Especial incidencia en el caso español. *Aposta Revista de ciencias sociales*, julio, agosto y septiembre (46).
- Goodstein, J., Gautam, K. y Boeker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal*, 15, 241–250.
- Hillman, A. y Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of management review*, 28, (3), 383-396.
- Jensen, M. (1993). The moder industry revolution, exit, and the failure of internal. *The Journal of Finance*, XLVIII, (3).
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A. y Friedman, E. (2000). Corporate Governance in the Asian Financial crisis. *Journal of Finalcial Economics*, 58, 141-186
- Kaspereit, T., Lopatta, K. y Onnen D. (2017). Shareholder Value Implications of Compliance with the German Corporate Governance Code. *Managerial and decisions economics*, 38, 166-177.
- Laffarga, J. (1999). Los modelos de predicción de insolvencia empresarial: limitaciones y utilidades. *AECA: Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, (48), 31-34.
- Lee, T. y Yeh, Y. (2004). Corporate Governance and financial distress. Evidence from Taiwan. *Corporate Governance*, 12, 378–388
- Manzaneque M., Priego, A. y Merino, E. (2016). Corporate Governance effect on finalcial distress likelihood: Evidence from Spain. *Revista de Contabilidad- Spanish Accounting Review*, 19, (1), 111-121.
- Muranda, Z. (2006). Financial distress and Corporate Governance in Zimbabwean banks. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 6, (5), 643-654.

- O'Sullivan, M., Percy, M. y Stewart, J. (2008). Australian evidence on Corporate Governance attributes and their association with forward-looking information in the annual report. *Journal of Management and Governance*, 12, (1), 5-35.
- Parker, S., Peters, G. y Turetsky, H. (2002). Corporate Governance and corporate failure: survival analysis. *Corporate Governance: International Journal of Business in Society*, 2, (2), 4-12.
- Pearce, J. y Zahra, S. (1992). Board compensation from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, 29, 411-438.
- Persons, O. (2007). Corporate Governance in Thailand: what has been done since the 1997 financial crisis? *International Journal of Disclosure and Governance*, 3, (4), 288-305.
- Pfeffer, J. (1972). Size, composition, and function of hospital boards of directors: A study of organization-environment linkage. *Administrative Science Quarterly*, 17, 218-228.
- Pugliese, A., Bezemer, P., Zattoni, A., Huse, M., Van den Bosch, F. y Volberda, H. (2009). Boards of Directors' Contribution to Strategy: A Literature Review and Research Agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17, (3), 292-306.
- Sahama, K., Khlif, H. y Hussainey, K. (2015). The impact of board and audit committee characteristics on voluntary disclosure: A meta-analysis. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 24, 13-28.
- Shleifer, A. y Vishny, R. (1997). A survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.
- Swain, K. (2009). Corporate Governance in India: the case of HDFC bank. *IUP Journal of Corporate Governance*, 8, (3), 119-130.
- Tamer, M. (2015). The effects of Corporate Governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt. *Corporate Governance*, 15, (5), 641-662.
- Udin, S., Arshad, M. y Javid, A.J. (2017). The effects of ownership structure on likelihood of financial distress: an empirical evidence. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17, (4), 589-612.
- Vivas, L., Martínez, M. y García, J. (2012). 20 años de investigación sobre Gobierno Corporativo Internacional. *Revista General de Información y Documentación*, 22, 267-278.
- Wang, Z. y Deng, X. (2006). Corporate Governance and financial distress: evidence from Chinese Listed Companies. *The Chinese Economy*, 39, (5), 5-27.

Normas jurídicas:

"Código Alemán de Gobierno Corporativo"; versión 2008.

"The Belgian Code on Corporate Governance" (Código Lippens); 2004.

CNMV (2015). Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas. Recuperada de https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/codigo_buen_gobierno.pdf

CNMV, grupo especial de trabajo (2006). Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas. Recuperado de https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/codigo_unificado_esp_04.pdf

Comisión especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las sociedades, Comisión Olivencia (1998). El Gobierno de las sociedades cotizadas. Recuperado de <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/govsocot.pdf>

Comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad de los mercados y sociedades cotizadas, Comisión Aldama (2003). Informe de la Comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas. Recuperado de <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/INFORMEFINAL.PDF>

Corporate Governance Code Monitoring Committee (2008). The Dutch Corporate Governance Code: Principles of good corporate governance and best practice provisions.

Financial Reporting Council (2006). The Combined Code on Corporate Governance.

L'Association Française des Entreprises Privées y le Mouvement des Entreprises de France (2003). Le Gouvernement D'Entreprise des Sociétés Cotées: Principes de gouvernement

d'entreprise résultant de la consolidation des rapports conjoints de l'AFEP et du MEDEF de 1995, 1999 et 2002.

Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del Gobierno Corporativo. *Boletín Oficial del Estado*, núm. 293, de 4 de diciembre de 2014, pp. 99793-99826. Recuperada de https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2014-12589

National Association of Corporate Directors (2008). Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies.

Tesis y trabajos académicos

Stein, G. y Plaza, S. (2011). *El papel del consejero independiente en la supervisión y rotación del CEO*. (Trabajo académico). Recuperado de <https://www.iese.edu/research/pdfs/ESTUDIO-133.pdf>

Anexos

Anexo I: Recomendaciones contenidas en el Código de Buen Gobierno vigente, presentadas según el formato del Índice Spencer Stuart de 2016:

Bloque 1: Aspectos generales:

- No limitación de voto
- Información sociedad matriz/ sociedad dependiente
- Información a JGA sobre el cumplimiento Gob. Corporativo
- Comunicación con accionistas e inversores
- Limitar emisión acciones sin derecho de suscripción preferente

Bloque 2: Junta General de Accionistas:

- Obligatoriedad informes diversos en web
- Retransmisión JGA por web
- Presentación cuentas por la C. Auditoría sin salvedades
- Publicación en web requisitos asistencia y voto
- Posibilidad de inclusión orden día a propuesta del accionista
- Política de primas de asistencia

Bloque 3: Consejo

- Desempeño de Funciones del Consejo
- Tamaño del Consejo entre 5 y 15
- Política de selección de consejeros
- Consejeros Externos Mayoría ← → Consejeros Externos Minoría
- Proporción Dominicales/Externos
- Consejeros Independientes >50% (excepción >33%)
- Información s/Consejeros en web
- Nombramiento de Consejeros Dominicales
- Dimisión de Dominicales
- No cese Consejero Independiente durante mandato
- Política de dimisión de consejeros
- Oposición de Consej. a propuestas contrarias a interés de la compañía
- Explicación cese Consejeros
- Consejeros no ejecutivos Suficiente disponibilidad
- Frecuencia de las reuniones del Consejo
- Inasistencias justificadas e instrucciones
- En acta preocupación no resuelta
- Posibilidades de asesoramiento externo de Consejeros
- Programa de formación y actualización
- Información sobre decisiones a tomar
- Información sobre cambios en el accionariado
- Funciones del Presidente
- Funciones del Consejero Coordinador
- Responsabilidad del Secretario Consejo
- Evaluación anual de Consejos y Comisiones

Bloque 4: Comisiones

- Estructura Comisión Ejecutiva igual que la del propio Consejo
- Acta Comisión Ejecutiva a Consejo
- Presidente y miembros de la Comisión de Auditoría deben tener conocimientos especiales
- Auditoría Interna supervisada por Comisión de Auditoría
- Auditoría interna informa a Auditoría
- Funciones de la Comisión de Auditoría
- La Comisión de Auditoría puede convocar a ejecutivos
- Información a la Comisión de Auditoría sobre operaciones corporativas
- Política control y gestión riesgos
- Comisión responsable del control y gestión riesgos
- Mayoría de consejeros independientes en Comisión de Nombramientos y Remuneraciones.
- Separación de la Comisión de Nombramientos y Comisión de Remuneraciones.
- Comisión de Nombramientos consulta sobre Comisión Ejecutiva
- Funciones de la Comisión de Retribuciones
- Comisión Ejecutiva consulta sobre ejecutivos
- Funciones de la Comisión de Supervisión y Control
- Que una o varias comisiones supervisen el cumplimiento de las reglas de Gobierno Corporativo y RSC
- Política de RSC
- Informe de RSC
- Que la retribución no comprometa la independencia
- Retribución variable sólo para los Consejeros Ejecutivos
- Retribución variable en función de desempeño
- Retribución diferida
- Para las remuneraciones sobre resultados ver informe Auditoría
- % retribución de Consejeros Ejecutivos en acciones
- Retención de acciones a los Consejeros Ejecutivos
- Cláusula de reclamación la retribución variable
- Cláusula de resolución máx. 2 años

Anexo II: Grado de cumplimiento de las recomendaciones por bloques:

2013	C-General	C-Consejo	C-Comisiones
Abengoa	88,90	78,95	93,33
Abertis	88,37	77,78	82,35
Acciona	86,58	94,74	88,24
Acerinox	94,11	89,47	94,12
ACS	94,24	90,00	94,12
Amadeus	86,05	84,21	80,00
Banco Popular	89,81	89,47	94,12
Banco de Sabadell	94,68	100,00	94,12
Banco Santander	94,84	94,74	100,00
Bankia	98,61	94,44	100,00
Bankinter	100,00	100,00	100,00
BBVA	95,49	95,00	94,12
BME	98,61	94,44	100,00
Caixabank	93,11	84,21	88,24
Dia	94,74	100,00	86,67
Enagas	93,75	95,00	100,00
Endesa	84,71	88,24	70,59
FCC	84,62	89,47	82,35
Ferrovial	78,67	75,00	88,24
Gamesa	100,00	100,00	100,00
Gas Natural	88,11	77,78	82,35
Grifols	87,38	70,00	86,67
IAG	95,70	89,47	93,33
Iberdrola	96,86	100,00	94,12
Inditex	96,15	100,00	100,00
Indra	100,00	100,00	100,00
Mapfre	82,83	78,95	82,35
Mediaset	90,56	82,35	88,24
OHL	100,00	100,00	100,00
REE	100,00	100,00	100,00
Repsol	97,14	94,44	94,12
Sacyr Vallehermoso	74,18	75,00	76,47
Técnicas Reunidas	90,22	84,21	93,33
Telefónica	90,00	80,00	100,00

2014	C-General	C-Consejo	C-Comisiones
Abertis	92,89	83,33	88,24
Acciona	92,14	94,44	94,12
ACS	95,90	89,47	94,12
Amadeus	85,83	83,33	80,00
Banco Popular	95,90	89,47	94,12
Banco Sabadell	98,53	100,00	94,12
Banco Santander	100,00	100,00	100,00
Bankia	100,00	100,00	100,00
Bankinter	100,00	100,00	100,00
BBVA	97,21	94,74	94,12
BME	98,61	94,44	100,00
Caixabank	89,15	83,33	82,35
Dia	98,33	100,00	93,33
Ebro Foods	92,08	84,21	94,12
Enagas	93,68	94,74	100,00
FCC	89,20	94,44	82,35
Ferrovial	82,98	73,68	88,24
Gamesa	100,00	100,00	100,00
Gas Natural	90,03	77,78	82,35
Grifols	91,75	73,68	93,33
IAG	96,94	94,44	93,33
Iberdrola	93,53	100,00	94,12
Inditex	97,22	100,00	100,00
Indra	100,00	100,00	100,00
Jazztel	100,00	100,00	100,00
Mapfre	88,05	78,95	82,35
Mediaset	91,34	88,24	88,24
OHL	100,00	100,00	100,00
REE	100,00	100,00	100,00
Repsol	95,75	88,89	94,12
Sacyr Vallehermoso	79,21	73,68	76,47
Técnicas Reunidas	93,55	84,21	100,00
Telefónica	91,05	84,21	100,00
Viscofan	100,00	100,00	100,00

2015	C-General	C-Consejo	C-Comisiones
Abertis	92,89	83,33	88,24
Abengoa	90,57	78,95	100,00
Acciona	89,36	94,44	94,12
ACS	93,63	89,47	94,12
Amadeus	85,83	83,33	80,00
Banco Popular	98,53	100,00	94,12
Banco Sabadell	98,53	100,00	94,12
Banco Santander	100,00	100,00	100,00
Bankia	100,00	100,00	100,00
Bankinter	100,00	100,00	100,00
BBVA	98,53	100,00	94,12
BME	97,14	94,44	94,12
Caixabank	90,70	77,78	94,12
Dia	98,33	100,00	93,33
Enagas	93,68	94,74	100,00
FCC	90,03	94,44	82,35
Ferrovial	85,99	78,95	94,12
Gamesa	100,00	100,00	100,00
Gas Natural	90,03	77,78	82,35
Grifols	91,75	73,68	93,33
IAG	96,94	94,44	93,33
Iberdrola	93,53	100,00	94,12
Inditex	97,50	100,00	100,00
Indra	98,53	100,00	94,12
Jazztel	100,00	100,00	100,00
Mapfre	90,68	89,47	82,35
Mediaset	91,62	88,24	88,24
OHL	100,00	100,00	100,00
REE	100,00	100,00	100,00
Repsol	98,61	94,44	100,00
Sacyr Vallehermoso	79,21	73,68	76,47
Técnicas Reunidas	96,05	84,21	100,00
Telefónica	89,74	78,95	100,00
Viscofan	100,00	100,00	100,00

2016	C-General	C-Consejo	C-Comisiones
Abengoa	50,25	72,00	64,00
Abertis	95,21	95,65	85,19
Acciona	61,79	86,96	85,19
Acerinox	96,88	100,00	87,50
ACS	70,36	84,00	80,77
Aena	76,06	95,65	53,57
Amadeus	79,56	91,30	76,92
Banco Popular	98,07	95,83	96,43
Banco Sabadell	87,86	100,00	96,43
Banco Santander	99,11	100,00	96,43
Bankia	100,00	100,00	100,00
Bankinter	95,00	100,00	100,00
BBVA	98,21	100,00	92,86
Caixabank	90,77	83,33	96,43
Dia	97,92	100,00	91,67
Enagas	83,62	96,00	88,46
Endesa	95,92	95,24	88,46
FCC	73,06	91,30	80,95
Ferrovial	74,37	84,00	88,46
Gamesa	94,07	100,00	96,30
Gas Natural	81,34	77,27	73,08
Grifols	69,79	91,67	87,50
IAG	91,83	100,00	92,31
Iberdrola	91,43	100,00	85,71
Inditex	98,86	95,45	100,00
Indra	99,00	100,00	96,00
Mapfre	78,21	91,30	61,54
Mediaset	81,76	94,44	82,61
OHL	83,73	90,48	94,44
REE	86,18	85,71	84,00
Repsol	97,02	95,24	92,86
Sacyr Vallehermoso	54,48	61,90	56,00
Técnicas Reunidas	79,17	79,17	79,17
Telefónica	79,87	88,00	81,48