



VNIVERSITAT E VALÈNCIA

[€%] Facultat d' **Economia**

DEPARTAMENT DE COMPTABILITAT
PROGRAMA DE DOCTORADO EN CONTABILIDAD
RD 1393/2007

**ESTRUCTURA DE CAPITAL Y GOBIERNO
CORPORATIVO EN EMPRESAS DE AMÉRICA
LATINA. CASOS DE BRASIL, CHILE Y MÉXICO**

TESIS DOCTORAL

Doctoranda: Silvia Castro Ruiz

**Directores: Dr. José López Gracia
Dra. M^a Reyes Mestre
Barberá**

Valencia, 2017

A mi madre, por su inmenso amor y apoyo incondicional

A mi hermano Eduardo

A mis sobrinos Renata, Regina y Matías

A Titito

Agradecimientos

Quiero agradecer infinitamente a aquellas personas que me motivaron y apoyaron en la realización de este proyecto de gran trascendencia personal y profesional en mi vida.

En primer lugar y de manera especial, a mis directores, los Doctores José López Gracia y M^a Reyes Mestre Barberá, por brindarme todos sus conocimientos y sabios consejos, su ayuda, dedicación y paciencia. Sin ellos no hubiera sido posible esta investigación.

También al grupo de AICOGestión: el Dr. Vicente Ripoll, la Dra. Cristina Crespo y el Dr. Pablo Alcoy quienes han hecho de mi estancia en Valencia una experiencia inolvidable que me ha permitido crecer académica y personalmente. También agradecer el apoyo de Ester, Flor y Chelo.

Ahora deseo expresar mi gratitud a las personas que han formado parte de esta etapa de mi vida. Quiero agradecer a mi amiga Patri Ruiz. En este tiempo que hemos convivido juntas hemos compartido gratas experiencias y sus consejos y apoyo han sido muy valiosos. El desarrollo de mi tesis doctoral no habría sido posible sin aquellas personas que tuve la oportunidad de conocer en la ciudad de Valencia y que siempre recordaré con mucho cariño. Especialmente a mis amigas Giulia Germinario y Beatriz Paniagua, con quienes he compartido una linda amistad, infinidad de experiencias y de quienes solo he recibido muestras de cariño. A mis amigos Miguel Ángel Peña Lluch, que me ha ayudado centrarme, tener paciencia y no decaer, gracias. A Amalia, Sally, Tizi, Mariachiara, Gisela Carrero, Mara Contreras, Alicia, María Ramos, Rocio Ruiz, Yadin, Alexis, José Vera y Patricio Montesinos, gracias por su amistad y palabras de aliento durante mi estancia.

Quiero agradecer asimismo, a mis amigos en México y Argentina, quienes, aún en la distancia, me animaron: Paco Xingú, Rosy Zúñiga, Alex Ramírez, Diego Brito, Rodolfo Bartomioli y Dither Balderas.

Finalmente quiero expresar mi más profundo agradecimiento y amor a mi familia, que desde México me motivaron y escucharon en los momentos que más los necesité. A mi madre, por enseñarme que los sueños se cumplen con entrega, coraje y determinación. Mami, no tengo palabras para agradecerte todo lo que haces por mí. Esto es un pequeño tributo a tu persona. Eres la mejor y agradezco a Dios la suerte que tengo de que seas mi madre. A mi hermano Eduardo y mis sobrinos Renny, Regina (gatito) y Matti, quienes siempre estuvieron presentes a pesar de la distancia. Los amo. A Ale, gracias por tu apoyo. A ti Juan José García-Atance Peirats por tus muestras de cariño y apoyo incondicional. Siempre estas cuando te necesito...gracias. A ellos les dedico esta tesis, que es un gran logro personal que me ha hecho crecer y ser más fuerte en todos los sentidos.

De corazón, gracias.

ÍNDICE

Resumen	1
Introducción	5

Capítulo 1. Gobierno corporativo: consideraciones teóricas y contexto internacional

1.1. Introducción.....	19
1.2. Concepto de Gobierno Corporativo.....	22
1.3. Sistemas legales y modelos de Gobierno Corporativo.....	27
1.3.1. ModeloAnglosajón.....	30
1.3.2. Modelo Continental Europeo.....	31
1.3.3. Modelo Emergente o Institucional.....	31
1.4. Marco económico e institucional en los países objeto de estudio.....	33
1.4.1. Marco económico.....	33
1.4.2. Marco institucional.....	37
A. Brasil.....	37
B. Chile.....	40
C. México.....	43
1.5. Enfoques teóricos.....	47
1.5.1. Teoría de la agencia.....	48
1.5.2. Teoría de stewardship.....	51
1.5.3. Teoría del stakeholder.....	53
Anexo	
Tabla A.1 Modelos de Gobierno Corporativo.....	56

Capítulo 2. Gobierno Corporativo y estructura de capital. Hipótesis de investigación

2.1. Introducción.....	59
2.2. Marco teórico y evidencia empírica.....	61
2.3. Mecanismos de gobierno corporativo.....	63
2.4. El papel de la estructura de propiedad. Hipótesis de investigación.....	65
2.4.1. Concentración de la propiedad.....	66
2.4.2. Coalición entre el primero y segundo accionista.....	69
2.4.3. La contestabilidad por parte del segundo accionista mayoritario.....	70

2.5.	Relevancia del consejo de administración. Hipótesis de investigación.....	71
2.5.1.	Tamaño del consejo de administración.....	72
2.5.2.	Independencia del consejo de administración.....	75
2.5.3.	Diversidad en el consejo de administración.....	78
2.5.4.	Comité interno de auditoría.....	81
2.5.5.	Dualidad Presidencia-CEO.....	83
2.6.	Otros mecanismos de gobierno corporativo. Hipótesis de investigación.....	85
2.6.1.	Participación gerencial.....	85
2.6.2.	Audidores externos.....	87

Capítulo 3. Muestra y descripción de los datos

3.1.	Introducción.....	91
3.2.	Muestra de estudio.....	92
3.2.1.	Selección de la muestra.....	92
3.2.2.	Análisis sectorial.....	94
3.3.	Variables de estudio.....	99
3.3.1.	Variable dependiente: tasa de endeudamiento.....	99
3.3.2.	Variables explicativas de estructura de propiedad.....	101
	A. Concentración de la propiedad.....	101
	B. Coalición entre el primero y segundo accionista.....	102
	C. Contestabilidad del segundo accionista.....	102
3.3.3.	Variables explicativas relativas al consejo de administración.....	103
	A. Tamaño del consejo de administración.....	104
	B. Independencia del consejo de administración.....	105
	C. Diversidad en el consejo de administración.....	106
	D. Comité interno de auditoría.....	107
	E. Dualidad Presidencia-CEO.....	107
3.3.4.	Otras variables de gobierno corporativo.....	108
	A. Participación gerencial.....	108
	B. Servicios cualificados de auditoría.....	109
3.3.5.	Variables financieras.....	110
	A. Rentabilidad.....	111
	B. Oportunidades de crecimiento.....	112
	C. Tangibilidad.....	113
	D. Tamaño de la empresa.....	114
	E. Endeudamiento del sector.....	115
3.4.	Análisis descriptivo.....	118

Capítulo 4. Análisis e interpretación de los resultados

4.1.	Introducción.....	127
4.2.	Metodología econométrica.....	128
4.2.1.	Metodología de panel.....	128
4.2.2.	Metodología de corte transversal.....	130
4.3.	Factores financieros y estructura de capital.....	131
4.4.	Gobierno corporativo y estructura de capital.....	134
4.4.1.	Estructura de propiedad.....	135
A.	Participación del primer accionista.....	135
B.	Propiedad del primer y segundo accionista. Coalición...	137
C.	Contestabilidad del segundo accionista.....	139
4.4.2.	Consejo de administración y estructura de capital.....	141
4.4.3.	Participación gerencial y estructura de capital.....	144
4.5.	Robustez de resultados.....	147

Conclusiones, implicaciones y limitaciones del estudio

Conclusiones del estudio.....	153
Implicaciones del estudio.....	157
Limitaciones del estudio.....	158

Referencias.....	163
-------------------------	------------

Tablas

Tabla 1.1 Conceptos de Gobierno Corporativo.....	24
Tabla 1.2 Capitalización del mercado y valor de las transacciones realizadas.....	36
Tabla 1.3 Total de empresas cotizadas por año.....	37
Tabla 1.4 Marco institucional.....	45
Tabla 3.1 Distribución de la muestra por países.....	94
Tabla 3.2 Distribución temporal de las observaciones.....	94
Tabla 3.3 Distribución sectorial de la muestra para Brasil.....	96
Tabla 3.4 Distribución sectorial de la muestra para Chile.....	96
Tabla 3.5 Distribución sectorial de la muestra para México.....	97
Tabla 3.6 Distribución global de la muestra por sectores de actividad.....	98
Tabla 3.7 Definición de las variables y relación esperada.....	117
Tabla 3.8 Estadísticos descriptivos de las variables.....	118
Tabla 3.9 Tabla de frecuencias de las variables dicotómicas.....	119

Tabla 3.10 Tasa de endeudamiento por países y años.....	120
Tabla 3.11 Matriz de correlaciones y análisis VIF.....	123
Tabla 4.1 Estimación modelo base.....	132
Tabla 4.2 Estructura de propiedad. Primer accionista.....	136
Tabla 4.3 Estructura de propiedad. Coalición del primero y segundo accionistas.....	138
Tabla 4.4 Estructura de propiedad. Contestabilidad del segundo accionista.....	140
Tabla 4.5 Consejo de administración y estructura de capital.....	143
Tabla 4.6 Participación gerencial y estructura de capital.....	145
Tabla 4.7 Modelo global.....	148

Figuras

Figura 1.1 Crecimiento anual del PIB (%).....	34
Figura 1.2 Capitalización de mercado como porcentaje del PIB (2000-2015).....	35
Figura 1.3 El modelo de agencia.....	49
Figura 1.4 El modelo stewardship.....	53
Figura 1.5 El modelo stakeholder.....	55
Figura 3.1 Distribución global de la muestra por sectores de actividad.....	98
Figura 3.2 Evolución de la tasa de endeudamiento por países.....	120

Resumen

La presente tesis estudia la influencia de los factores de gobierno corporativo en la estructura de capital de las empresas cotizadas de Brasil, Chile y México. La muestra de nuestro estudio incluye 575 empresas con datos (4.937 observaciones) para el periodo 2006-2014. Exploramos este impacto utilizando dos modelos específicos: (1) un modelo base, en el que se analiza la estructura de capital, a partir de variables de índole financiera, con el fin de analizar el adecuado ajuste de los datos y comparar con otros estudios empíricos destacados en la literatura y (2) un modelo ampliado, que incorpora al modelo base las variables de gobierno corporativo que hacen referencia a la estructura de propiedad de la empresa, las relativas a aspectos relevantes del consejo de administración y a otros mecanismos de gobierno corporativo como la participación gerencial en la propiedad y la utilización de servicios cualificados de auditoría.

La tesis se desarrolla en cuatro capítulos. El primero presenta la relevancia actual del estudio del gobierno corporativo y sus implicaciones para el análisis de la estructura de capital. Se analizan las diversas nociones del concepto de gobierno corporativo, los diferentes sistemas legales y modelos de gobierno corporativo, el marco institucional y económico de los países objeto de estudio y los diversos enfoques teóricos considerados en la investigación.

El segundo capítulo aborda la revisión de la literatura referente al impacto del gobierno corporativo en la estructura de capital de las empresas. Se discuten las aportaciones relevantes respecto a la estructura de propiedad, al consejo de administración y a otros mecanismos de gobierno corporativo, con el fin de extraer las ideas necesarias para formular las hipótesis de investigación.

El tercer capítulo analiza la muestra de estudio y se definen las variables dependiente y explicativas, financieras y de gobierno corporativo. Se presentan los

descriptivos de todas las variables y un análisis de correlación. Asimismo, se estudian posibles problemas de colinealidad de las variables explicativas.

El cuarto capítulo discute la metodología econométrica conveniente para utilizar en nuestra investigación. Presenta los resultados obtenidos, señalando con detalle el contraste de hipótesis realizado y, por último, se discuten estos resultados y se indica qué hipótesis han quedado confirmadas y cuáles no.

Finalmente, se presentan las principales conclusiones que se extraen de nuestra investigación, así como las implicaciones y limitaciones del estudio.

INTRODUCCIÓN

Gobierno corporativo y estructura de capital

La internacionalización de los mercados y la globalización han influido en el creciente interés por el estudio del gobierno corporativo y su repercusión en el valor de las empresas. Además, los organismos internacionales se han hecho eco de los escándalos financieros ocurridos principalmente en Europa (Parmalat, Nick Leeson y Ahold) y EE.UU. (Enron, Anderson y WorldCom), aumentando su interés por la emisión de códigos de buen gobierno dirigidos a recuperar la confianza de los mercados.

La literatura especializada coincide en dividir a los sistemas de gobierno corporativo en dos grandes grupos. Por un lado, el sistema anglosajón, que se caracteriza por una propiedad dispersa, fuerte protección a los inversores, financiación a corto plazo, control muy activo del mercado de capital y un mercado laboral flexible. Por otro lado, el sistema continental europeo, caracterizado por la concentración de la propiedad, débil protección de los inversores, financiación a largo plazo, control inactivo en el mercado de capital y un mercado laboral rígido (Aguilera y Jackson, 2010; Hall y Soskice, 2001; La Porta *et al.*, 1998; Shleifer y Vishny, 1997). Últimamente, para el caso de países emergentes¹, se aplica un nuevo sistema de gobierno corporativo conocido como “sistema emergente o institucional”, que está muy condicionado por la globalización y los factores institucionales (Siddiqui, 2010).

Por otra parte, la evidencia empírica referente al análisis de la estructura de capital indica que aun cuando se trata de un paradigma que ha sido estudiado durante más de cincuenta años, todavía sigue en vigor su interés por parte de los investigadores. El trabajo seminal de Modigliani y Miller (1958) propone que, bajo ciertos supuestos, la estructura de capital es irrelevante para el valor de la empresa. Dicha

¹ Se denominan países emergentes aquellos que cuentan con bajos ingresos y rápido crecimiento y que hacen uso de la liberación económica como su principal motor de crecimiento (Hoskisson *et al.*, 2000).

conjetura se contrapone con la teoría convencional, que alberga la existencia de una estructura de capital óptima, la cual minimiza el coste de capital de la empresa y maximiza su valor. Esta discusión ha generado una intensa investigación centrada en la búsqueda de los factores que explican cómo se financian las empresas. Estos trabajos han confirmado la relevancia de las imperfecciones del mercado de capital, tales como la información asimétrica, los costes de transacción, los costes de quiebra, los conflictos entre los grupos de interés en la empresa, impuestos, etc. (Myers, 1984).

Existe, por tanto, una vasta literatura referente a la estructura de capital que se ha desarrollado en torno a los aspectos financieros de la empresa, pero no así aquella que trata de explicar cómo afectan los factores del gobierno corporativo que es el objetivo principal de esta tesis. Algunos factores relevantes de gobierno corporativo que serán tomados en cuenta en este trabajo son (i) la concentración del capital por parte de los accionistas mayoritarios, que puede dar lugar al fenómeno de expropiación de los accionistas minoritarios, (ii) la participación gerencial en el capital, que puede generar el problema de atrincheramiento y (iii) la calidad del consejo de administración de la empresa, es decir, el conjunto de circunstancias que mitigan los costes de agencia entre accionistas y gerentes, como el tamaño del consejo, la diversidad de género, la independencia de los consejeros, la posible dualidad Presidencia–CEO y la utilización de servicios cualificados de auditoría, entre otras. Todos estos factores podrían tener una incidencia significativa en la estructura de capital.

En este contexto, nuestro estudio pretende realizar una investigación empírica, tomando como base los enfoques convencionales referentes a la estructura de capital de la empresa e introducir, a partir de ahí, los factores de gobierno corporativo.

Interés y justificación de la investigación

La investigación sobre estructura de capital y gobierno corporativo goza de gran prestigio en los países desarrollados pero se encuentra en un estado incipiente en los países emergentes.

Como resultado de lo anterior, tratamos de cubrir, en alguna medida, esa necesidad en los países emergentes de Latinoamérica, por tratarse de una región en la que se han realizado escasos estudios de esta índole.

Nuestra investigación se apoya, preferentemente, en las teorías de agencia, *stewardship* y *stakeholder*. El análisis de la estructura de capital, nuestra variable dependiente de estudio, en Brasil, Chile y México resulta atractivo debido a que son países con un sistema legal que deriva del Derecho Civil. De acuerdo con La Porta *et al.* (1998), la protección de los inversores en estos países es mucho más débil que, por ejemplo, la de sus contrapartes estadounidenses, que descansan en el sistema legal de Derecho Común. Asimismo, señalan que el riesgo de expropiación de los accionistas minoritarios es mayor en países con una menor protección de los inversores, como ocurre en los países de orientación en el Derecho Civil.

Adicionalmente, nuestro trabajo intenta aportar evidencia empírica del papel de la actuación del consejo de administración en la determinación de la política financiera de las empresas y pretende aportar evidencia empírica para los países objeto de estudio, Brasil, Chile y México, que cuentan con fuertes raíces en el Derecho Civil.

Los mercados de América Latina han crecido a velocidades diferentes en el periodo analizado. Algunos, como Argentina, relativamente estancados, y otros, particularmente Brasil, Chile y México, que muestran un desarrollo bastante significativo. La dificultad para obtener datos fiables de Argentina aconseja no incluir a este país en el estudio. Además, estos países capturan aproximadamente el 70% de la capitalización del mercado en la región (Standard & Poor's, 2015). De

acuerdo con Santiago-Castro y Brown (2007), Latinoamérica proporciona un escenario único para extender la investigación en gobierno corporativo. Estos países muestran una divergencia de intereses entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios, sus mecanismos de buen gobierno son con frecuencia ineficientes y cuentan con un débil entorno institucional para proteger a los inversores.

En este estudio se realiza una revisión de las diversas nociones de gobierno corporativo y analizamos los dos sistemas legales tradicionales: anglosajón y continental europeo, con el fin de compararlos con el que es propio de los países emergentes latinoamericanos. Por último, se analizan las diferencias institucionales entre Brasil, Chile y México, países objeto de estudio, y las diferentes teorías que intentan explicar el gobierno corporativo.

Objetivos de investigación

El objetivo principal de esta tesis consiste en:

- Analizar el impacto de los factores de gobierno corporativo sobre la estructura de capital de las empresas.

Los factores de gobierno corporativo en los que se centra nuestra investigación incluyen la concentración del capital (participación del primer accionista, participación de los dos principales accionistas, contestabilidad del segundo accionista), el papel del consejo de administración (tamaño, independencia, participación de la mujer en el consejo de administración, comité interno de auditoría, dualidad Presidencia-CEO), la participación gerencial en el capital y la utilización de servicios cualificados de auditoría. Para desarrollar este análisis, nuestra investigación se apoya en los enfoques convencionales referentes a la estructura de capital, con el fin de identificar los factores que habitualmente son considerados en la literatura como determinantes del apalancamiento de las

empresas (rentabilidad, oportunidades de crecimiento, tangibilidad de los activos, tamaño de la empresa y tasa de endeudamiento del sector). Estas variables financieras actuarán como variables de control en todos los modelos diseñados de gobierno corporativo.

Complementariamente al objetivo general señalado, nos planteamos también objetivos específicos en relación al análisis de los factores de gobierno corporativo y su impacto sobre la estructura de capital de la empresa. Estos objetivos, ligados a una serie de preguntas de investigación, se exponen a continuación.

En relación con la concentración del capital, nuestro estudio se formula la siguiente pregunta de investigación:

- ¿La concentración de la propiedad del primer accionista tiene un efecto negativo sobre el apalancamiento?

La Porta *et al.* (1998) señalan que en los países de Derecho Común existe una mayor protección legal de los accionistas que en los países de Derecho Civil. En consecuencia, en los países de Derecho Civil la concentración de la propiedad es mayor debido a la baja protección de los accionistas minoritarios. Este postulado se aplica especialmente en los países latinoamericanos. De ese modo, la concentración de la propiedad funciona como un mecanismo eficaz para disciplinar a la alta dirección en países con elevada tasa de concentración de la propiedad. Además, cuando la propiedad es concentrada, los costes que se originan por el control, asumidos por los inversores controladores, son compensados por los beneficios que obtienen de dicha supervisión (Shleifer y Vishny, 1997). Por el contrario, la existencia de propiedad dispersa desincentiva a los diferentes inversores a llevar a cabo el control de la gerencia, debido a que incurren en grandes costes y solo perciben una fracción de los beneficios (problema de *free rider*).

Como continuación de lo anterior, nos formulamos una nueva pregunta:

- ¿Existe una relación negativa entre el apalancamiento y los altos niveles de concentración de los dos primeros accionistas debido a la estrategia de coalición?

Otro elemento de la estructura de propiedad, relacionado con la concentración, es el de cómo los accionistas distintos del principal o mayoritario pueden secundar o contestar las decisiones tomadas por éste. Se puede asumir que la existencia de otros inversores significativos puede influir en la alineación de intereses o la expropiación de la riqueza entre los inversores. En las empresas con múltiples blockholders, estos grandes inversores pueden interactuar entre sí formando coaliciones para controlar y tomar decisiones en beneficio propio.

En relación a lo anterior nos hacemos esta nueva pregunta:

- ¿La presencia de un segundo accionista de importancia podría tener un efecto positivo en el apalancamiento de la empresa?

Se puede asumir que la existencia de otros accionistas significativos limita el control del propietario principal y recorta su actuación discrecional. Winton (1993) argumenta que los accionistas no controladores con participaciones significativas tienen incentivos para supervisar a los accionistas controladores para evitar el desvío de beneficios. Por lo tanto, el efecto de control sugiere que los accionistas de referencia suponen un freno al comportamiento discrecional del primer accionista.

En relación a la participación de la gerencia, nos hacemos la siguiente pregunta:

- ¿El apalancamiento se incrementa con reducidos niveles de participación gerencial (como resultado del efecto de convergencia de intereses) y disminuye con elevados niveles de concentración gerencial (como resultado del efecto de atrincheramiento)?

De acuerdo con Jensen y Meckling (1976) la naturaleza de los administradores les lleva a tomar decisiones en su beneficio, lo cual afecta los intereses de los accionistas. Al no estar los administradores diversificados, disminuirán la deuda de la empresa a un nivel por debajo del valor de maximización. La hipótesis de la convergencia de intereses sugiere una relación positiva entre el apalancamiento y la participación de los gerentes en el capital de la empresa. Por el contrario, cuando un directivo alcanza una fracción sustancial de las acciones de la empresa, aumenta su poder de voto o influencia, pudiendo satisfacer sus intereses sin poner en peligro su empleo o su salario. Estos argumentos dan lugar a la hipótesis de atrincheramiento, según la cual la excesiva participación por parte de los gerentes en el capital tiene un impacto negativo en el apalancamiento.

Por último, en relación con el papel del consejo de administración nos preguntamos lo siguiente:

- ¿Las prácticas de buen gobierno (tamaño del consejo de administración, la participación de la mujer, de consejeros independientes, comité interno de auditoría, la dualidad Presidencia-CEO y la utilización de servicios cualificados de auditoría) repercuten negativamente en el apalancamiento de la empresa?

Según el trabajo de Fama y Jensen (1983), la responsabilidad de la fijación de los objetivos, el seguimiento y el control de las actividades de la empresa recaen en el consejo de administración. Gillan (2006) sostiene que los consejos de administración son el eje central del gobierno corporativo. En diversos trabajos se establece el tamaño óptimo del consejo de administración, además de considerar la independencia de sus integrantes (Hermalin y Weisbach, 2003; John y Senbet, 1998).

Por otro lado, existe un debate en la literatura respecto a qué tipo de administración o composición de los consejeros es la óptima. Se argumenta que el incremento en

la diversificación entre los miembros del consejo es positivo para la empresa y su desempeño financiero. Un consejo de administración diversificado ofrece una asesoría y consultoría de la gestión de la empresa más cualificado que un consejo más homogéneo (Van der Walt e Ingley 2003). Sin embargo, los resultados empíricos acerca de la diversidad de género, por ejemplo, no son unánimes. Bøhren y Strøm (2005) presentan una relación negativa entre la diversidad de género y el desempeño de la empresa, mientras que Smith *et al.* (2006) informan de una relación positiva entre la participación femenina en la alta dirección y el desempeño de las pequeñas empresas danesas.

Otro aspecto de interés es el relativo a la independencia del consejo. La definición de consejero independiente se ha hecho más estricta con el tiempo, tiene en cuenta los antecedentes, la experiencia y la duración de la permanencia en el cargo. Devos *et al.* (2009) señalan que los consejos de administración no independientes son más propensos a estar asociados con un mal desempeño de la empresa. Por lo tanto, el nombramiento de consejeros no independientes en el consejo tiende a ser visto negativamente por el mercado de valores.

En nuestro estudio, nos planteamos contrastar si las prácticas de buen gobierno, a través de la calidad del consejo de administración, actuarían como sustituto del apalancamiento o, en otras palabras, como mecanismo disciplinador de los gerentes.

Por último, un factor de considerable importancia es el efecto de los servicios cualificados de auditoría sobre la estructura de capital. Watts y Zimmerman (1983) afirman que contar con una auditoría externa independiente de los estados financieros, ofrece a los inversionistas tranquilidad respecto a la gestión realizada por los gerentes. Las grandes firmas de auditoría tienen una reputación muy valiosa que proteger (DeAngelo, 1981) y son, por tanto, un gran blanco de litigios (Dye, 1993; DeAngelo, 1981). Ello les proporciona un incentivo para actuar de forma diligente (Lennox, 1999 a y b; Palmrose, 1988; DeAngelo, 1981).

Metodología de investigación

Las hipótesis de investigación planteadas, en torno a los objetivos anteriormente señalados, se contrastan a través de la estimación de diversos modelos econométricos. Nuestra variable dependiente, la tasa de apalancamiento o estructura de capital de las empresas, se define como el cociente de la deuda total y el valor de mercado. Hemos optado por estandarizar nuestra variable de estudio por el valor de mercado en lugar del valor contable, dado que nuestros datos corresponden a empresas que cotizan en los mercados de valores y el cálculo será más realista.

En cuanto al desarrollo metodológico, estimamos, en primer lugar, un modelo base en el que se incorporan las variables financieras o determinantes habituales de la estructura de capital de las empresas. Con este primer paso, pretendemos asegurar que el modelo base se ajusta bien a los datos, al tiempo que nos permita comparar con los resultados obtenidos previamente y referenciados en la literatura.

Posteriormente, diseñamos un modelo ampliado, con diversas especificaciones, que considera las variables financieras y las variables de gobierno corporativo (estructura de propiedad, consejo de administración y otras). La disponibilidad de datos nos ha conducido a aplicar distintos métodos de regresión. Cuando ha sido posible, por disponer de datos longitudinales, se han estimado modelos de regresión con metodología de panel. En otro caso, se han aplicado MCO en un pool de datos de corte transversal.

La muestra de estudio está compuesta por 575 empresas de los países latinoamericanos de Brasil, Chile y México para el periodo 2006-2014. Los datos fueron obtenidos de la base de datos ORBIS. Estos datos fueron complementados, en especial respecto a la información de gobierno corporativo de las empresas, con otros recopilados de las memorias anuales de las empresas cotizadas. Dado que no todas las empresas aportan información en todos los años de la ventana de estudio,

disponemos de un panel incompleto de 4.937 observaciones. Los datos relativos a algunas variables no han podido conseguirse en algún país y, en ese supuesto, los modelos diseñados no las incluyen en la regresión, limitando el análisis comparativo.

Siguiendo a Frank y Goyal (2009) y Flannery y Rangan (2006), las variables financieras utilizadas con frecuencia en los trabajos empíricos de estructura de capital y que se han incorporado en nuestros modelos de análisis son las siguientes:

- Rentabilidad
- Oportunidades de Crecimiento
- Estructura de los activos o tangibilidad
- Tamaño de la empresa
- Tasa de endeudamiento del sector

Por otra parte, los mecanismos de gobierno corporativo analizados, que previsiblemente influyen en las políticas financieras de las empresas son los siguientes:

- Concentración de la propiedad del primer accionista
 - Coalición de los dos primeros accionistas
 - Contestabilidad del segundo accionista
 - Participación del CEO en el capital
 - Prácticas de Buen Gobierno:
 - Tamaño del consejo de administración
 - Independencia del consejo de administración
 - Diversidad de género en el consejo de administración
 - Comité interno de auditoría

- Dualidad presidencia-CEO
- Auditores externos cualificados

Estructura del trabajo de investigación

Con el propósito de alcanzar los objetivos propuestos en nuestra investigación, la presente tesis doctoral ha quedado estructurada en cuatro capítulos, los cuales se describen brevemente a continuación.

El primer capítulo presenta la relevancia actual del estudio del gobierno corporativo y sus implicaciones para el análisis de la estructura de capital. Se analizan las diversas nociones del concepto de gobierno corporativo, los diferentes sistemas legales y modelos de gobierno corporativo, el marco institucional y económico de los países objeto de estudio y los diversos enfoques teóricos considerados en la investigación.

El segundo capítulo aborda la revisión de la literatura referente al impacto del gobierno corporativo en la estructura de capital de las empresas. Se discuten las aportaciones relevantes respecto a la estructura de propiedad, al consejo de administración y a otros mecanismos de gobierno corporativo, con el fin de extraer las ideas necesarias para formular las hipótesis de investigación.

El tercer capítulo analiza la muestra de estudio y se definen la variable dependiente y las variables explicativas, financieras y de gobierno corporativo. Se presentan los descriptivos de todas las variables y un análisis de correlación. Asimismo, se estudian posibles problemas de colinealidad de las variables explicativas.

El cuarto capítulo discute la metodología econométrica conveniente para utilizar en nuestra investigación. Presenta los resultados obtenidos, señalando con detalle el contraste de hipótesis realizado y, por último, se discuten estos resultados y se indica qué hipótesis han quedado confirmadas y cuáles no.

Introducción

Finalmente, se presentan las principales conclusiones que se extraen de nuestra investigación, así como las implicaciones y limitaciones del estudio.

CAPÍTULO 1
GOBIERNO CORPORATIVO:
CONSIDERACIONES TEÓRICAS
Y CONTEXTO INTERNACIONAL

1.1. Introducción

El estudio sobre gobierno corporativo se ha convertido en un campo floreciente en las últimas décadas y ha despertado interés sustancial en estudios comparativos internacionales. En los últimos diez años las crisis financieras de Asia del este y Rusia, seguidas por la serie de escándalos de gobierno corporativo en Europa y EE.UU. y los procesos de globalización y de integración de los mercados financieros han acentuado la necesidad de una mejor gobernanza y gestión en las empresas.

Aguilera y Jackson (2010) señalan que la investigación reciente ha tratado de abordar un diverso número de preguntas: ¿Cómo se practica el gobierno corporativo en los distintos países? ¿Por qué las prácticas de gobierno corporativo pueden ser similares o diferentes entre los países? ¿Es posible identificar las mejores prácticas internacionales de gobierno corporativo, o tener claramente identificadas las diferencias económicas, sociales y políticas existentes entre los modelos de gobierno corporativo? ¿En qué medida pueden ser tomadas o adaptadas estas prácticas a través de los contextos internacionales? ¿Qué factores explican la estabilidad, cambio o potencial convergencia de las prácticas de gobierno corporativo en el tiempo y el espacio? Estos autores concluyen que hay poco consenso sobre estos asuntos debido a la extensa amalgama de enfoques en torno al concepto de gobierno corporativo.

Los primeros trabajos de ámbito internacional consideran dos modelos generales: (i) el modelo de gobierno corporativo anglosajón, típico de países como EE.UU. y Reino Unido, y (ii) el modelo de gobierno corporativo continental europeo, propio de países como Alemania, Francia, España e Italia, entre otros.

En líneas generales, el modelo de gobierno corporativo anglosajón confiere una fuerte protección de los derechos de los accionistas. Las empresas de los países que aplican este modelo se financian, principalmente, con fondos propios y tienen una

amplia dispersión de la propiedad. Además, estos países cuentan con mercados activos de control de capital y mercados laborales flexibles. Sin embargo, la protección de los derechos de los accionistas es débil en el modelo de gobierno corporativo continental europeo. En los países que aplican este modelo, las empresas se financian, fundamentalmente, con recursos ajenos y presentan una alta concentración de la propiedad. Estos países tienen mercados de control de capital irrelevantes y un rígido mercado laboral (Aguilera y Jackson, 2010; La Porta *et al.*, 1998; Shleifer y Vishny, 1997).

Estos dos modelos generales han sido modificados, convenientemente, para adaptarse a las realidades específicas de los distintos países². Por ejemplo, Ahmadjian y Robbins (2005), Buck y Shahrim (2005) y Tuschke y Sanders (2003) señalan que cuando las prácticas de gobierno corporativo se exportan desde EE. UU. a otros países, tienden a ser combinadas con las prácticas locales antes de su adopción, dando lugar a un proceso de convergencia.

Nuestro trabajo se centra en países que pertenecen a los denominados mercados emergentes, caracterizados por su rápida inmersión en el sistema de negocios mundial. Estos países han experimentado un rápido crecimiento de su actividad económica que se relaciona no solo con el desarrollo interno del propio país, sino también con un incremento notable de las relaciones comerciales con otros países. Las economías emergentes incluyen algunos países de Europa del Este como Rusia, Hungría, Polonia y República Checa; países asiáticos como Malasia, Tailandia, Indonesia y Filipinas, y países de América Latina como Brasil, Chile y México (Millar *et al.*, 2005).

² Los modelos anglosajón y continental europeo solo explican parcialmente las realidades de gobierno corporativo en Japón (Aoki *et al.*, 2007), Asia del Este (Feenstra y Hamilton, 2006), una amplia gama de países europeos (Lubatkin *et al.*, 2005; O'Sullivan, 2000) y los nuevos mercados emergentes (Singh y Gaur, 2009; Chung y Luo, 2008).

El modelo de gobierno corporativo emergente, típico de estos países, ofrece débil protección de los derechos de los accionistas. Estos países cuentan, además, con un incipiente mercado de capitales. Otra característica relevante es la existencia de una elevada concentración de la propiedad de las empresas que suelen estar controladas por grupos empresariales, familias y participaciones cruzadas. Esta circunstancia origina conflictos de interés entre los accionistas mayoritarios y los accionistas minoritarios (Praveen Bhasa, 2004; Weimer y Pape, 1999).

En América Latina, donde se enmarca nuestro trabajo, los esfuerzos para reforzar las prácticas de gobierno corporativo se consideran cruciales para ampliar el número de inversores e impulsar la actividad económica. Las reformas legales llevadas a cabo abarcan, entre otros campos, las responsabilidades de supervisión de las autoridades reguladoras, el derecho de voto, los procedimientos de tenencia y la estructura del consejo de administración. No obstante, Chong y López de Silanes (2007) apuntan que el ritmo en el proceso de reforma no ha sido uniforme en todos los países. Además, aunque la protección de los inversores ha mejorado sensiblemente en la última década, se sigue considerando muy baja.

En este capítulo revisamos el concepto de gobierno corporativo desde el punto de vista de diferentes organismos internacionales, teorías y disciplinas. Asimismo, analizamos los dos sistemas legales tradicionales: anglosajón y continental europeo. Igualmente, examinamos los modelos de gobierno corporativo que derivan de ellos, prestando especial atención al modelo emergente propio de los países objeto de estudio, esto es, Brasil, Chile y México. Seguidamente, presentamos el marco económico e institucional de estos países. Los datos económicos considerados revelan que estas economías son las más activas y las de mayor crecimiento en América Latina. Por lo que respecta al marco institucional, se analizan determinados aspectos que consideramos de interés para nuestra investigación, señalando las diferencias existentes entre los tres países considerados. Por último, examinamos los principales enfoques teóricos que explican el gobierno corporativo.

1.2. Concepto de Gobierno Corporativo

Los aspectos relativos al gobierno de las empresas son de suma importancia tanto desde el punto de vista político como en el ámbito de la investigación. Así, el gobierno corporativo se ha convertido en un tema prioritario en la agenda de organismos internacionales como la Organización Mundial del Comercio (OMC), el Fondo Monetario Internacional (FMI), la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) o el Banco Mundial. En el terreno científico, los investigadores han abordado el gobierno corporativo desde la perspectiva de una variedad de disciplinas como son la economía, el derecho, la ciencia política y la sociología, entre otras.

Teniendo en cuenta las cuantiosas perspectivas teóricas disponibles y la diversidad de prácticas de gobierno corporativo en todo el mundo, proporcionar una definición clara y universal de éste sigue siendo una tarea difícil. En esta sección, revisamos las principales definiciones disponibles.

De acuerdo con la OMC (2003), el gobierno corporativo consiste en los métodos y prácticas adoptados por una compañía con la intención de buscar el equilibrio entre los distintos intereses involucrados. Asimismo, asegura que el gobierno corporativo está basado en los principios de justicia, transparencia, responsabilidad y cumplimiento.

El FMI ha proporcionado, durante mucho tiempo, el asesoramiento y la asistencia técnica que ha contribuido a fomentar el buen gobierno. Como prueba de ello, en su documento *“The Role of the IMF in Governance Issues: Guidance Note”* establece lo siguiente: “promover el buen gobierno en todos sus aspectos, incluyendo asegurar el estado de derecho, la mejora de la eficiencia y la rendición de cuentas del sector público y combatir la corrupción como un elemento esencial de un marco en el que las economías puedan prosperar” (FMI, 1997, p.2).

La OCDE (2004) describe a la gobernanza empresarial como un conjunto de relaciones entre el consejo de administración, los accionistas y otras partes interesadas de la empresa.

El Banco Mundial (2013) entiende el gobierno corporativo como el conjunto de normas e incentivos a través de los cuales la gerencia de una empresa está dirigida y controlada, es decir, la forma en que los derechos y las obligaciones están distribuidos entre el consejo de administración, la gerencia, los accionistas y otras partes interesadas.

Finalmente, *The Cadbury Committee* (1992) señala que el gobierno corporativo es el sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas.

En el campo de la investigación, Shleifer y Vishny (1997) consideran el gobierno corporativo como la manera en que los proveedores de financiación de las empresas se aseguran conseguir un adecuado retorno de su inversión. Esta definición está ligada a la teoría de la agencia, que se ocupa de los conflictos de interés entre las partes involucradas en una organización, es decir, los conflictos entre principal y agente (accionistas y gerentes) y los conflictos entre principal-principal (accionistas mayoritarios y minoritarios).

También, Zingales (1998, p.3) considera el gobierno corporativo como “el conjunto de restricciones que dan forma a la negociación *ex post* sobre las cuasi-rentas generadas en el curso de una relación”.

El gobierno corporativo también ha sido conceptualizado desde la perspectiva de otras teorías. Así, la teoría del *stakeholder* entiende al gobierno corporativo como la forma en que la gerencia controla y desarrolla las relaciones existentes entre los distintos grupos de interés (Freeman, 1984).

Finalmente, en el mundo académico, el interés por el gobierno corporativo ha sido interdisciplinario. En este sentido, se han publicado numerosos trabajos no solo en

el campo de la economía y las finanzas, sino también en el ámbito del derecho, la sociología y la política (Davis, 2005; Gourevitch y Shinn, 2005; Parkinson, 1993).

Con el objetivo de mostrar la evolución del concepto de gobierno corporativo a lo largo del tiempo, en la tabla 1.1 se relacionan las aportaciones analizadas en esta sección y otras que, también, consideramos relevantes.

Tabla 1.1 Conceptos de Gobierno Corporativo

	Concepto
Freeman (1983)	Es la democracia corporativa que responde a las necesidades de los accionistas y stakeholders, fomentando la participación de éstos en el proceso de gobierno
Baysinger y Hoskisson (1990)	Conjunto de controles internos y externos que armonizan los conflictos de agencia entre directivos y accionistas, resultantes de la separación entre la propiedad y el control
Comité Cadbury(1992)	Sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas
Keasey y Wright (1993)	Estructura y procesos asociados con la producción, toma de decisiones y control dentro de una organización para asegurar que el agente actúe en beneficio de los accionistas y stakeholders
Blair (1995)	Conjunto de disposiciones que regulan las relaciones entre todas las partes interesadas que aportan activos específicos a la empresa
Monks y Minnow (1995)	Proceso de alineación de intereses económicos entre los accionistas, por una parte, y la gerencia, por otra
Shleifer y Vishny(1997)	Conjunto de mecanismos que protegen los derechos de los inversores, los cuales aseguran un retorno de su inversión y minimizan los costes de agencia

continúa

continuación

Concepto	
Deakin y Hughes (1997)	Relación entre los mecanismos internos de gobierno de la empresa y la concepción que tiene la sociedad sobre el alcance de la responsabilidad corporativa
Keasey et al.(1997)	Estructuras, procesos, culturas y sistemas que dan origen al desempeño exitoso de la organización
FMI (1997)	Sistema que asegura el estado de derecho, la mejora de la eficiencia y la rendición de cuentas del sector público y combate a la corrupción como un elemento esencial de un marco en el que las economías puedan prosperar
Zingales (1998)	Conjunto de restricciones que dan forma a la negociación posterior sobre las cuasi-rentas generadas en el curso de una relación contractual
OCDE (1999)	Sistema que proporciona incentivos adecuados para que el consejo y la gerencia persigan objetivos de interés de los accionistas y que faciliten un seguimiento eficaz, lo que anima a las empresas a utilizar los recursos de manera más eficiente
Fernández y Gómez (1999)	Sistema de acuerdos institucionales y relaciones a través de las cuales las empresas son dirigidas y controladas
La Porta et al.(2000)	Conjunto de mecanismos a través de los cuales los inversores externos se protegen de la expropiación de los accionistas mayoritarios
Denis y McConnell (2003)	Conjunto de mecanismos institucionales y de mercado que inducen a los gerentes a tomar decisiones que maximicen el valor de la compañía y de sus accionistas
Oman (2003)	Conjunto de instituciones públicas y privadas - tanto formales como informales- que gobiernan las relaciones entre los gerentes y los inversores
OMC (2003)	Métodos y prácticas adoptadas por una empresa con la intención de buscar el equilibrio entre los distintos intereses involucrados

continúa

continuación

Concepto	
OCDE (2004)	Conjunto de relaciones entre la gerencia, su consejo de administración, sus accionistas y otros grupos de interés: inversores institucionales, entidades de crédito, empleados y gobiernos
López Herrera y Ríos Szalay(2005)	Reglas y prácticas que gobiernan la relación entre los administradores y los accionistas de las empresas con los grupos de interés como los empleados y los acreedores
Davis (2005)	Estructuras, procesos e instituciones en todas las empresas que asignan poder y control de recursos entre los participantes
Luo (2005)	Derechos y responsabilidades entre los diversos partícipes corporativos que establecen las normas y procedimientos para la toma de decisiones sobre asuntos corporativos
Filatotchev et al. (2006)	Medios para asegurar que la gerencia minimice el riesgo para el accionista, incluyendo el espíritu emprendedor directivo, de tal forma que los accionistas se beneficien del máximo potencial de la empresa
Sánchez-Ballesta y García-Meca (2007 a)	Medio para reducir los costes de agencia producidos por los conflictos de intereses entre gerentes y accionistas, lo cual podría conducir a una mayor valor de la empresa
Monks (2007)	Medio a través del cual una nación concede el poder corporativo para el bien de una sociedad; por tanto, la riqueza es creada y distribuida de forma eficiente dentro de una economía
Donnelly y Mulcahy (2008)	Conjunto de mecanismos de control diseñados especialmente para supervisar y ratificar las decisiones gerenciales y asegurar la operación eficiente de una empresa en beneficio de sus stakeholders
Strange et al. (2009)	Forma en que las compañías son gobernadas para operar de forma óptima. Su objetivo es asegurar que los recursos sean asignados eficientemente y mantener a todos los stakeholders satisfechos

continúa

continuación

Concepto	
Pratoom (2011)	Mecanismo que supervisa y administra el proceso de toma de decisiones de una empresa, con el objetivo de mantener una relación a largo plazo con sus stakeholders, logrando los mejores resultados para todos ellos
Banco Mundial (2013)	Conjunto de normas e incentivos a través de los cuales la gerencia de una empresa está dirigida y controlada. En definitiva, es la forma en que los derechos y las obligaciones están distribuidos entre el consejo de administración, la gerencia, los accionistas y otras partes interesadas

Fuente: Adaptado de Briano-Turrent (2012)

1.3. Sistemas legales y modelos de Gobierno Corporativo

Aunque no hay unanimidad entre los juristas sobre cómo clasificar a los sistemas legales con aspectos críticos comunes, los criterios habituales toman en consideración, entre otros, (1) los antecedentes históricos y el desarrollo del sistema legal, (2) las teorías y jerarquías de las fuentes del Derecho y (3) las instituciones jurídicas del sistema (Glendon *et al.*, 1992).

A pesar de ello, hay cierto consenso en la literatura en identificar dos grandes tradiciones legales: Ley Civil y Ley Común (La Porta *et al.*, 1998). El sistema legal de un país y la calidad de su aplicación dependen de dos elementos: (i) las disposiciones legales dictadas y (ii) el grado en el cual éstas se hacen cumplir (Dahya *et al.*, 2008).

El sistema de la Ley Común incluye la ley de Reino Unido y otras leyes inspiradas en las de dicho país. Las normas legales en el sistema de Derecho Común emanan generalmente de los jueces, sobre la base de los precedentes. Para ello, toman en consideración situaciones análogas anteriores y se inspiran en principios generales

como el deber fiduciario y el de justicia (La Porta *et al.*, 2000 y 1997). La Ley Común se extendió a las colonias británicas, incluyendo a EE.UU., Canadá, Australia y la India, entre otros.

La Ley Civil es la más antigua, la de mayor influencia e implantación en todo el mundo. Tiene su origen en el derecho romano, utiliza los estatutos y códigos como el medio principal de ordenanza en materia legal y depende fuertemente de la investigación de los expertos legales para determinar y elaborar sus normas (La Porta *et al.*, 1998). Las leyes del Derecho Civil son redactadas por los legisladores, asumiendo que los jueces no estarán por encima de las mismas. En el ámbito jurídico, la Ley Civil se suele clasificar en tres grupos: francés, alemán y escandinavo.

El Código de Comercio francés fue escrito en tiempos de Napoleón (1807) y se extendió a buena parte de Europa, cercano Oriente, África subsahariana, Indochina, Oceanía y las islas caribeñas francesas (Glendon *et al.*, 1992). Cuando los imperios español y portugués se desmoronaron a finales del siglo XIX en América Latina, el derecho civil francés fue adoptado por los legisladores de las nuevas naciones (Djankov *et al.*, 2003; Glaeser y Shleifer, 2002).

La Ley Civil germana tiene su origen en el Código de Comercio alemán que data de 1897, después de la unificación de Bismarck de Alemania. Quizás porque se redactó varias décadas más tarde, este código no fue tan ampliamente adoptado como el francés. No obstante, tuvo una influencia importante en la teoría legal y la doctrina en Austria, antigua Checoslovaquia, Grecia, Hungría, Italia, Suiza, Yugoslavia, Japón y Corea (La Porta *et al.*, 1997).

La Ley Civil escandinava, por su parte, suele considerarse como Ley Civil, aunque no está tan influida por el derecho romano como lo están las familias francesa y alemana (La Porta *et al.*, 1998). La mayoría de los expertos legales considera al derecho escandinavo como una especie de familia jurídica romano-germánica o

esfera particular del sistema de Derecho Civil. Esta ley tiene influencia en Suecia, Noruega, Dinamarca, Islandia y Finlandia.

Como se ha indicado en la sección anterior, podemos entender el gobierno corporativo como la forma en que las empresas son dirigidas y controladas. Así, según North (1990), los modelos de gobierno corporativo se componen de elementos formales (leyes, reglamentos y procedimientos) y de elementos informales muy influyentes (normas sociales, acuerdos, códigos de conducta y valores). Estos elementos -formales e informales- determinan la distribución del poder, la toma de decisiones de la gerencia, la divulgación de la información y la asignación y distribución de los beneficios (Cornelius, y Kogut, 2003). En consecuencia, el sistema legal constituye un elemento importante del modelo de gobierno corporativo. Así, se puede afirmar que el sistema legal determina el modelo de gobierno corporativo y, además, define su estructura, las obligaciones y los derechos de los actores económicos -los accionistas, el consejo de administración y la gerencia-.

La literatura previa analizada sobre gobierno corporativo sugiere que la eficacia de un modelo de gobierno depende del sistema legal. De este modo, un sistema legal eficaz protege a los accionistas de ser expropiados por la gerencia de la empresa y, a su vez, protege a los accionistas minoritarios de ser expropiados por los grandes *blockholders* (Martynova y Renneboog, 2011; La Porta *et al.*, 1998 y 1997). Por lo tanto, un modelo de gobierno bien desarrollado adopta leyes generales, normas y mecanismos de aplicación que sean eficaces (Yoshikawa *et al.*, 2014).

A lo largo de las últimas décadas se han establecido distintas clasificaciones de los modelos de gobierno corporativo. En nuestro trabajo consideramos los tres modelos que han sido incluidos en la mayoría de ellas: el modelo anglosajón, el modelo continental europeo y el modelo emergente. Un resumen de las principales características de estos tres modelos se incluye en la tabla A1 del Anexo.

1.3.1. Modelo Anglosajón

Este modelo se apoya en la teoría de la agencia y se aplica con distintas denominaciones, especialmente en los países de Ley Común como, por ejemplo, EE.UU., Reino Unido, Canadá y Australia (Daily *et al.*, 2003; Shleifer y Vishny 1997).

Franks y Mayer (1990) y Weimer y Pape (1999) señalan que este modelo se caracteriza por una fuerte influencia institucional por parte de los inversores en la toma de decisiones corporativas. El consejo de administración tiene como misión principal la salvaguarda de los intereses de los accionistas. Ahora bien, en la práctica existen diferencias notables entre los países que aplican este modelo. Así, la dualidad Presidencia-CEO o Director General está prohibida en Reino Unido pero es práctica habitual en EE.UU. (Meier y Meier, 2014). Además, existe igualdad en el acceso a la información corporativa tanto para los accionistas mayoritarios como para los minoritarios. Por otro lado, la propiedad se encuentra dispersa entre un gran número de accionistas y los mercados financieros están muy desarrollados.

Por otra parte, Ooghe y De Langhe (2002) aseguran que las empresas en los países anglosajones tienden a ser más grandes que las de los países del modelo continental. También, señalan que los países anglosajones cuentan con un gran número de empresas cotizadas, mientras que en los países del modelo continental solo una pequeña proporción del número total de empresas cotiza en bolsa.

Finalmente, merece la pena destacar que los inversores presentan un menor riesgo de expropiación, lo cual contribuye a la existencia de un mercado amplio de control corporativo que induce a los directivos a cuidar su reputación y a ser responsables de su actuación (Ooghe y De Langhe, 2002).

1.3.2. Modelo Continental Europeo

El modelo continental europeo descansa en la teoría del stakeholder. En este enfoque, la obligación fiduciaria de los gerentes no solo es salvaguardar los intereses de los accionistas, sino también los de un grupo más amplio de interesados o stakeholders, tales como los empleados, los clientes, los proveedores, la propia gerencia, el gobierno, los grupos políticos y sociales, el medio ambiente y la sociedad en general (Ahmad y Omar, 2016).

En general, en los países con modelo continental europeo, la propiedad de las empresas se encuentra muy concentrada en manos de familias, bancos y otras empresas. Además, en estos países los mercados financieros están relativamente menos desarrollados, la protección del inversor es reducida y no existe un mercado de control corporativo (Cuervo, 2002). Por otro lado, la liquidez del mercado financiero, estimada por el número de empresas que cotizan en bolsa con relación al total de empresas, es inferior a la de los países con modelo anglosajón (Millar *et al.*, 2005).

Adicionalmente, Pučko (2005) destaca, con respecto a la separación entre la propiedad y el control, la existencia de una estructura piramidal o *cross-holding*. Los bancos e instituciones financieras participan con frecuencia en el capital y en los consejos de administración e intervienen, de ese modo, en el proceso de toma de decisiones (Cernat, 2004).

1.3.3. Modelo Emergente o Institucional

Los países que adoptan este modelo se corresponden con las economías denominadas emergentes, tales como las de los países de Latinoamérica y algunos países del este de Europa y de Asia. En el año 2002, estos países recibieron el 12% de la inversión extranjera directa mundial. En términos absolutos, ello supuso pasar

de 65.000 millones de dólares en el año 1980 a 849.000 millones de dólares en el año 2002 (UNCTAD, 2003). Hoskisson *et al.* (2000) identifican 64 economías emergentes, de las cuales 51 son países en desarrollo que están creciendo rápidamente y las 13 restantes son economías en transición.

Las economías emergentes han tratado de adoptar el sistema legal de los países desarrollados, particularmente el modelo anglosajón, ya sea como resultado de las reformas impulsadas internamente o como respuesta a las exigencias internacionales. Pese a todo, los mecanismos de gobierno corporativo en estos países tienen escaso apoyo institucional (Peng, 2004; Peng, *et al.*, 2003). Lo anterior ha dado lugar a instituciones informales como parentescos, grupos de negocios, conexiones familiares y contactos en el gobierno, que dan forma al gobierno corporativo en estos países (Yeung, 2006; Peng y Heath, 1996). En este sentido, el fortalecimiento de las instituciones formales (aplicación eficiente de la ley, principios contables, protección de los inversores, mayor competitividad en el mercado de productos, etc.) lograría reducir los beneficios privados del control, incrementando el desarrollo financiero del mercado y minimizando el coste de capital (Dyck y Zingales, 2004).

En general, en los países con modelo emergente o institucional, existe una elevada concentración de la propiedad. El grupo de control que concentra la propiedad, está asociado, generalmente, a una familia. Además, en estos países los mercados financieros están escasamente desarrollados, son frágiles y poco líquidos, tienen una débil estructura institucional, carecen de un mercado de control corporativo o de un mercado laboral gerencial y los mecanismos de protección de los accionistas son escasos (Praveen Bhasa, 2004; Weimer y Pape, 1999).

1.4. Marco económico e institucional en los países objeto de estudio

Según Diamandis y Drakos (2011), las cuatro mayores economías de América Latina son Argentina, Brasil, Chile y México. El proceso de apertura que se inició a finales de los años ochenta, se potenció por la liberalización del capital y la política de privatización que siguió en la década de los noventa. Estos procesos tuvieron como resultado un aumento de las exportaciones de estos países (Bekaert *et al.*, 2006; Grilli, 2005; Bekaert y Harvey, 2000).

De acuerdo con la OCDE (2011), la mayoría de los mercados de América Latina muestran un crecimiento constante y estable en la última década. Sin embargo, los países de esta región han crecido a velocidades diferentes. Así, mientras que algunos países como Argentina se encuentran relativamente estancados, otros, particularmente Brasil, Chile y México, muestran crecimientos bastante significativos.

Con el fin de sustentar las afirmaciones anteriores, en esta sección presentamos algunos datos macroeconómicos relativos a los países analizados. Asimismo, mostramos algunas características propias del marco institucional vigente en cada uno de ellos.

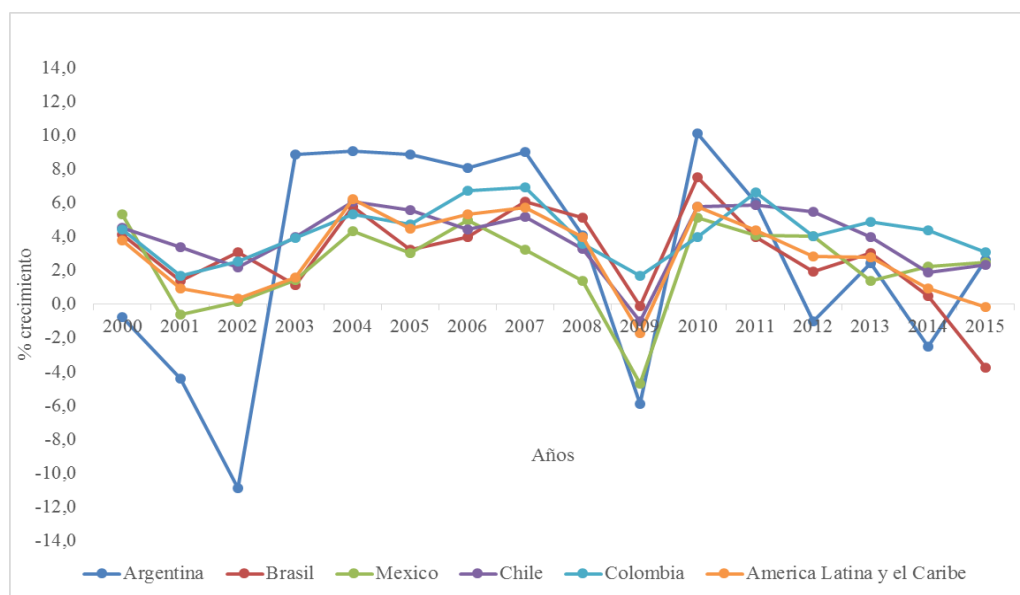
1.4.1. Marco económico

Los indicadores económicos analizados hacen referencia, principalmente, a tres aspectos: (1) el Producto Interior Bruto (PIB), (2) la capitalización del mercado y (3) el número de empresas cotizadas.

La figura 1.1 muestra la evolución del PIB de América Latina y de algunos países representativos de la región en el periodo 2000-2015. Como se desprende de la misma, los países de nuestro estudio, Brasil, Chile y México, experimentaron una evolución homogénea en sus economías, con una brusca caída debida a la crisis

mundial en los años 2008 y 2009. Este comportamiento se observa, también, en los años posteriores a la crisis.

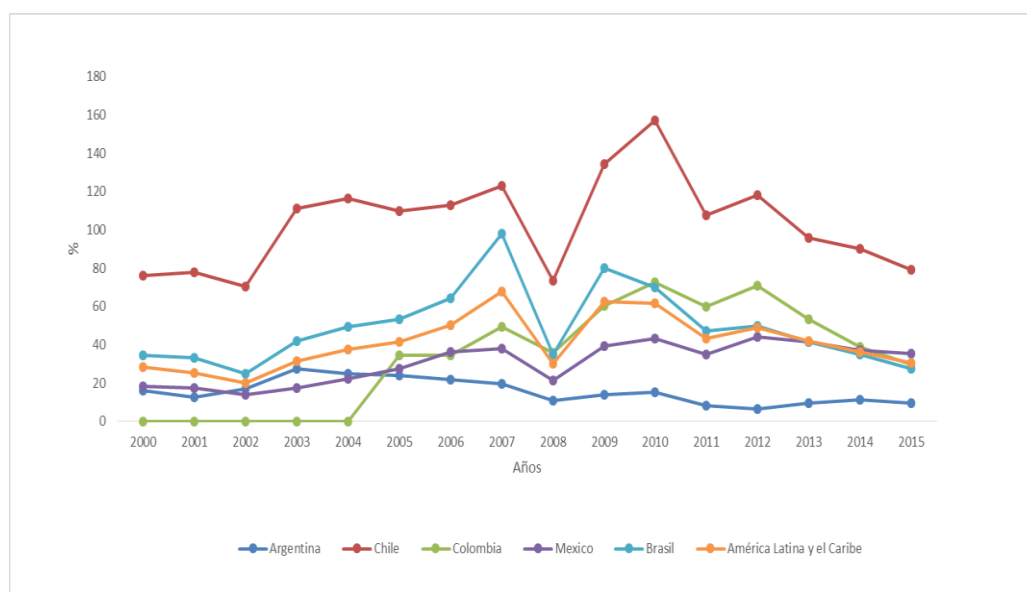
Figura 1.1 Crecimiento anual del PIB (%)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial (2016)

En la figura 1.2 se puede observar la evolución del porcentaje de capitalización de mercado con relación al PIB de los citados países entre los años 2000 y 2015. Este indicador, denominado Buffett, se utiliza para obtener una valoración global del mercado de capitales, permitiendo conocer el nivel de sobrevaloración o infravaloración del mismo. Así, si la ratio es inferior al 50%, el mercado estará excesivamente infravalorado. Si se encuentra entre el 50% y el 75%, estará infravalorado. Si se sitúa entre el 75% y el 90%, el mercado estará en torno a su valor real. Se considera que está sobrevalorado, si la ratio se encuentra entre el 90% y el 115%. Finalmente, una ratio superior al 115%, indicará que el mercado está excesivamente sobrevalorado (Buffett, 2015).

Figura 1.2 Capitalización de mercado como porcentaje del PIB (2000-2015)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial (2016)

De los tres países considerados en nuestro estudio, Chile presenta la ratio de capitalización de mercado más alta, calculada como porcentaje del PIB. Destaca que esta ratio alcanza el 124% en el año 2007, siendo su valor más alto en 2010, con un 157%. El tamaño del mercado en relación al PIB en Chile es significativamente mayor que el de los estándares de América Latina y es comparable con la mayor parte de los mercados desarrollados del mundo (OCDE, 2011). Este indicador señala que el mercado de valores de Chile está sobrevalorado en la mayor parte del periodo considerado, lo que pudiera representar una creciente captación de inversión extranjera. Por lo que respecta a Brasil y México, las dos economías más grandes de la región, se encuentran infravaloradas, ello a pesar de que cuentan con las bolsas de mayor actividad, como puede observarse en la figura.

La tabla 1.2 informa de la capitalización y de las transacciones realizadas o liquidez del mercado de los países de la zona. Como puede observarse en dicha tabla, los países de nuestro estudio presentan los mayores importes tanto de capitalización como de liquidez dentro de la región de América Latina. Por motivos de

comparación, se ofrece también la información relativa a otro grupo de países emergentes y a otro de países desarrollados.

Tabla 1.2 Capitalización del mercado y valor de las transacciones realizadas

	Capitalización de mercado* (2008)	Capitalización de mercado* (2009)	Valor de transacción* (2009)	Valor de transacción como % de capitalización de mercado 2009
Argentina	39,8	45,7	1,5	3,28
Brasil	592,0	1.337,2	623,3	46,61
Chile	131,8	230,7	38,1	16,51
Colombia	87,7	137,3	18,6	13,55
México	234,0	352,0	74,5	21,16
India	647,2	1.306,2	263,3	20,15
Tailandia	103,1	176,9	126,1	71,28
Turquía	118,3	234	301,1	128,68
Australia	683,9	1.262	889,3	70,74
EE. UU.	11.458	15.077,4	42.209,9	279,95
España	948,3	1.434,5	1.502,6	104,75
R. Unido	1.868,1	2.796,4	2.342,8	83,78

* Las cifras están expresadas en miles de millones de dólares americanos. Fuente: OCDE (2011)

Adicionalmente, la tabla 1.3 informa del conjunto de compañías de algunos países relevantes de América Latina que cotizan en bolsa. Por motivos de comparación, se presentan las cifras globales de la región latinoamericana y de la Unión Europea. Los datos revelan que Brasil es el país con el mayor número de empresas cotizadas, seguido por Chile y México. Asimismo, estas cifras sugieren que los mercados de capitales latinoamericanos se encuentran todavía en un nivel incipiente, en comparación con las economías más desarrolladas.

Tabla 1.3 Total de empresas cotizadas por año

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Argentina	101	106	107	101	101	99	101	97	95	93
Brasil	347	395	383	377	373	366	353	352	351	345
Chile	244	238	235	232	227	229	225	227	230	223
Colombia	94	90	89	87	84	79	76	72	70	69
México	132	125	125	125	130	128	131	138	141	136
Latinoamérica	1.308	1.349	1.295	1.329	1.404	1.392	1.371	1.236	1.254	1.203
Unión Europea	10.213	10.361	10.240	9.694	9.450	9.440	9.160	8.979	8.681	..

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Banco Mundial (2016)

La información anterior presentada pone de manifiesto que los países de mayor importancia económica en la región son Brasil, Chile y México, seguidos de Argentina a una cierta distancia. Debido a ello y, también, a la mayor inestabilidad económica y política de este último país, lo hemos descartado del estudio, con el fin de asegurar un mayor nivel de calidad y homogeneidad de los datos.

1.4.2. Marco institucional

Sin ánimo de ser exhaustivos, en esta sección revisamos algunas cuestiones relativas al marco institucional que regula los países de nuestro trabajo: Brasil, Chile y México.

A. Brasil

En este país, el proceso de privatización experimentado en los años noventa atrajo a los inversores internacionales. En consecuencia, se establecieron diferentes modelos de gobierno corporativo en el país. Adicionalmente, la desregulación de algunos mercados indujo a un comportamiento más competitivo en las empresas y a buscar estructuras de gobierno eficientes para mantener el control y,

eventualmente, incrementar el rendimiento corporativo (Rabelo y Vasconcelos, 2002).

Con relación al marco normativo, en el año 1976 se crea la Comisión de Valores de Brasil (CVMB) y se promulga la Ley de Sociedades Anónimas. En lo referente al gobierno corporativo, en el año 1995 se crea el Instituto Brasileño de Directores Corporativos, que cambia su nombre a Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo en 1999 y se emite la primera versión del Código de las Mejores Prácticas ese mismo año. En el año 1997, se modifica la Ley de Sociedades Anónimas y se eliminan los derechos *tag along* de los accionistas -mecanismo que tiene como finalidad proteger los intereses de los accionistas minoritarios-. En el año 2008, la fusión entre la Bolsa de Valores de Sao Paulo (BOVESPA) y la Bolsa Brasileña de Contratos de Futuros y Productos Básicos (BM&F) dio lugar a la tercera bolsa de valores más grande del mundo. En este sentido, Gorga (2009) señala que el mercado de capitales brasileño está experimentando un impulso sin precedentes, con marcada tendencia hacia la existencia de propiedad dispersa.

En el año 2008, la Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA), fruto de la fusión, implantó tres segmentos diferenciados de cotización denominados Novo Mercado, Nivel 2 y Nivel 1. Estos segmentos fueron creados para estimular el interés de los inversores en empresas que aplican las mejores prácticas de gobierno corporativo, que están interesadas en los derechos corporativos de los accionistas minoritarios, en el aumento de la transparencia y en la claridad de la información (BM&FBOVESPA, 2011; Rogers *et al.*, 2008).

La incorporación a cualquiera de los segmentos implica que la empresa debe comprometerse a adoptar sus correspondientes exigencias particulares. El Nivel 1 es el segmento con menor exigencia, mientras que el Novo Mercado presenta el mayor número de requisitos. El Nivel 2 se encuentra, por tanto, en un nivel intermedio de exigencia.

El segmento Novo Mercado, en particular, establece un modelo de gobierno corporativo altamente diferenciado. Este segmento de cotización se recomienda para las empresas que quieren hacer grandes ofertas y está dirigido a cualquier tipo de inversor (institucionales, individuos, capital extranjero, etc.). Las empresas que figuran en este segmento solo pueden emitir acciones con derecho a voto, las llamadas acciones ordinarias. En caso de venta de control, todos los accionistas tienen derecho a vender sus acciones al mismo precio. En este caso, la empresa se compromete a tener al menos el 25% de las acciones en circulación (*free float*) (BM&FVOPESPA, 2011).

En el año 2011, se aprobaron algunos cambios en el segmento Novo Mercado dirigidos a aumentar los requerimientos de gobierno corporativo, tanto para las empresas admitidas a cotización como para las empresas que ingresaban por primera vez a este segmento. Entre ellos, destaca la prohibición de la cláusula de salvaguarda (*poison pill*), que limita la concentración de los derechos de voto en manos de accionistas poco fiables (Chesnais y Plihon, 2003) y, también, la separación de los cargos del director general y presidente del consejo de administración. Sin embargo, otras propuestas consideradas, como el incremento de consejeros independientes o la obligatoriedad de disponer de un comité interno de auditoría, no prosperaron (Red de Institutos de Gobierno Corporativo de Latinoamérica (IGCLA), 2011).

Por lo que respecta a la estructura de propiedad, de acuerdo con Carvalhal da Silva y Leal (2006), se caracteriza por una alta concentración. El accionista mayoritario posee, habitualmente, más del 50% pudiendo llegar a ser el 60%.

De manera resumida, las prácticas de gobierno corporativo que han sido adoptadas por las empresas cotizadas en Brasil son: (a) el consejo de administración debe estar integrado por, al menos, tres consejeros en las empresas que cotizan en el segmento Nivel 1 y cinco si cotizan en el Nivel 2 y Novo Mercado, (b) en los segmentos Nivel 2 y Novo Mercado, la tasa de independientes debe ser, al menos, del 20 y 30%,

respectivamente, (c) el director general es designado por el consejo de administración y se sugiere la separación de los cargos de presidente del consejo de administración y director general en todos los segmentos, (d) la creación del comité interno de auditoría no es una práctica ampliamente adoptada en Brasil, siendo un consejo fiscal quien realiza sus funciones, (e) en cuanto a la auditoría y rotación del auditor externo, se recomienda la presencia de un auditor independiente y que éste sea renovado cada cinco años.

B. Chile

Las leyes del Mercado de Valores y de Sociedades Anónimas forman el marco jurídico que rige los mercados de capitales y las empresas en Chile. Ambas leyes fueron aprobadas en el año 1981, si bien, tuvieron diversas reformas durante las siguientes dos décadas. La primera reforma, diseñada específicamente para la mejora del gobierno corporativo en las empresas chilenas, se produjo con la aprobación de la Ley 19.705 del año 2000, más conocida como la ley de OPAs. Esta ley introdujo importantes cambios legislativos con el objetivo de mejorar las prácticas de gobierno corporativo de las empresas chilenas. Especialmente, en lo que atañe al procedimiento formal de las operaciones que resulten en un cambio en el accionista mayoritario de una empresa. Para ello, la reforma introdujo cambios en cinco áreas de la ley, incluyendo, entre otras, la oferta pública de adquisición de acciones, la divulgación de información en el caso de operaciones con partes relacionadas, la formación de un comité de directores, las operaciones de recompra de acciones para favorecer la emisión de opciones como parte de los paquetes de incentivos a los ejecutivos y, por último, los sistemas de votación para la toma de decisiones (Lefort y González, 2008).

La estructura de propiedad de las empresas chilenas se caracteriza por la alta concentración y la presencia de grupos económicos o conglomerados (Lefort, 2004). Estos grupos mantienen más de las dos terceras partes de las acciones.

Generalmente, estos grupos controlan varias empresas a través de estructuras piramidales y, en algunos casos, con derechos preferentes de voto (Lefort y González, 2008). No obstante, la identidad de los accionistas mayoritarios ha cambiado en las últimas décadas. En buena parte, la propiedad y el control de compañías locales emblemáticas han sido transferidos a equipos de ejecutivos y a compañías extranjeras a través de diversas OPAs, fusiones y adquisiciones (Lefort 2004).

El cambio en la estructura de la propiedad, junto a la internacionalización de las empresas, ha tenido importantes efectos en las prácticas de gobierno corporativo. Una particularidad del mercado chileno es la participación de los inversores institucionales, especialmente de los fondos de pensiones, que han contribuido en el desarrollo del gobierno corporativo mediante la promoción de reformas legales y la participación activa en la supervisión de la gestión de las sociedades (Lefort y González, 2008). A pesar de las reformas legales realizadas en el país, la concentración de la propiedad y el control no han disminuido en los últimos 20 años. Es más, ha aumentado después de la aprobación de la Ley de OPAs. Aunque la evidencia no es concluyente, una hipótesis para este fenómeno es que el aumento en la concentración de la propiedad se produjo especialmente en el caso de las empresas cuyo accionista mayoritario tenía alrededor del 60 por ciento del poder de voto de la empresa. En esos casos, se observó una tendencia a incrementar la concentración del poder de voto y, en consecuencia, de la propiedad para alcanzar los dos tercios que la nueva ley exigía como cuórum para la aprobación de las decisiones más importantes en las empresas (Lefort y Walker, 2007).

El trabajo de Zattoni y Cuomo (2008) documenta que durante el periodo 1994-2004 fueron impulsados más de 25 códigos de buenas prácticas en distintas bolsas de valores. Sin embargo, este no fue el caso de Chile, donde no se concretaron las iniciativas privadas de autorregulación en materia de gobierno corporativo de las sociedades.

Lo anterior animó a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) a impulsar, por la vía de la autorregulación, la mejora de los estándares de gobierno corporativo en Chile. De esta forma, hacia finales del año 2012, la SVS emitió la Norma de Carácter General N° 34.154 que establece un mecanismo para la difusión de información respecto de los estándares de gobierno corporativo adoptados por las sociedades anónimas “abiertas”³. El objetivo principal de la misma es proveer al mercado de más y mejor información, con relación a las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades abiertas, permitiendo a los diversos actores del mercado conocer y evaluar cómo estas sociedades abordan determinados aspectos relacionados con: (i) el funcionamiento del directorio, (ii) la relación entre la sociedad, los accionistas y el público en general, (iii) la sustitución y compensación de los ejecutivos principales, y (iv) las políticas y procedimientos de control interno y gestión de riesgos aplicados en la sociedad. Adicionalmente, la norma permite que las sociedades informen de otras prácticas de gobierno corporativo que hayan sido adoptadas por ellas y que no se encuentren contenidas en la norma.

La ley de Sociedades Anónimas, establece que el consejo de administración -denominado directorio- estará integrado, como mínimo, por cinco miembros. Además, se introduce la obligatoriedad de que uno de ellos sea independiente para todas las empresas cotizadas con capitalización bursátil superior a 57 millones de dólares y, al menos, el 12,5 % de las acciones emitidas con derecho a voto. En cuanto a los comités de apoyo al directorio, de acuerdo con la Ley 18.046, es destacable la creación del comité de directores cuyo objetivo principal es el fortalecimiento de la gestión interna de las empresas. Este comité será obligatorio cuando se cumplan las condiciones anteriores. Con referencia al cargo de director general, éste es designado por el directorio y no es compatible con el cargo de

³ Las sociedades anónimas abiertas son aquellas que pueden financiarse a través de mercados regulados.

presidente del consejo. La junta ordinaria de accionistas designa anualmente a la empresa de auditoría externa.

C. México

Este país cuenta con recientes regulaciones del mercado de valores y diez años de experiencia en el desarrollo de códigos de buen gobierno. En el año 1999 se emitió la primera versión del Código de Mejores Prácticas Corporativas y la última revisión y publicación data de 2006. Esta norma establece 51 prácticas de gobierno corporativo cuyo objetivo es ayudar a las sociedades en su proceso de institucionalización, aumentar la transparencia de sus operaciones y obtener financiación favorable (Consejo Coordinador Empresarial, 2010). En este sentido, los principios incorporados en el Código van encaminados a mejorar la integración y el funcionamiento del consejo de administración, ocupándose, principalmente, de su tamaño y composición.

En el año 2004 se crea el Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo que promueve la máxima eficiencia de las prácticas de gobierno corporativo (Comisión Nacional Bancaria y de Valores, 2010).

Por lo que respecta al consejo de administración, la Ley del Mercado de Valores establece que debe tener como máximo 21 integrantes y se exige, al menos, que el 25% de éstos sean independientes. Asimismo, el comité interno de auditoría es obligatorio con al menos 3 integrantes, todos ellos independientes. Con respecto a la auditoría externa, el consejo de administración designará al auditor externo, quien podrá ser convocado, en calidad de invitado con voz pero sin voto, a las sesiones del consejo de administración.

Por lo que se refiere a la aplicación de códigos de buen gobierno, se recomienda la aplicación del Código de Mejores Prácticas Corporativas en todas las sociedades

mercantiles. No obstante, será obligatorio para las sociedades cotizadas, instituciones bancarias y Sociedades de Ahorro para el Retiro (SIEFORE). El grado de avance en la aplicación de las recomendaciones del Código de Mejores Prácticas Corporativas se puede medir a través del Cuestionario del Grado de Adhesión que se presenta anualmente, junto con la memoria, en la Bolsa Mexicana de Valores.

En síntesis, el marco legal y el código que sustentan la mayoría de las actividades de gobierno corporativo en México son los más avanzados de la región (Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2012). Un punto destacable es el sesgo presente en la legislación y en el Código de Mejores Prácticas Corporativas hacia el respeto de la tradición familiar de las empresas mexicanas en relación con las exigencias de los estándares de gobierno corporativo. Ello se traduce, por un lado, en una alta proporción de empresas donde coincide la misma persona en la presidencia del consejo de administración y la dirección general y, por otro, en que gran parte de los miembros del consejo son familiares. Estos hechos desincentivan la formación de talento gerencial y encarecen el coste de financiación dentro de las organizaciones. Por tanto, el avance del gobierno corporativo por la vía legal podría complementarse con un esquema de incentivos como el del Novo Mercado en Brasil, de manera que existan elementos adicionales de estímulo para avanzar en los estándares de gobernanza empresarial y equilibrar las estructuras familiares (CEPAL, 2012).

Finalmente, la CEPAL (2012) señala que un área de oportunidad en el ámbito de gobierno corporativo en México es la profesionalización de los consejeros, especialmente los independientes. Asimismo, debe limitarse la participación de los consejeros en múltiples consejos de administración para evitar un funcionamiento inadecuado de los comités en los que intervienen.

A continuación, se presenta la tabla 1.4 con los elementos más destacables del marco institucional en los tres países analizados. En la misma consideramos (1) la tipología de las sociedades mercantiles, (2) el código de buen gobierno, (3) la

designación, la composición, la independencia y los órganos de apoyo del consejo de administración, (4) las disposiciones referentes al director general y (5) las disposiciones generales del auditor externo.

Tabla 1.4 Marco institucional

	Brasil	Chile	México
Tipología de las empresas cotizadas			
Tipología	Sociedad Anónima: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Nivel 1 ▪ Nivel 2 ▪ Novo Mercado 	Sociedad Anónima: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Abierta ▪ Cerrada 	Sociedad Anónima: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Sociedad Anónima Bursátil (SAB) ▪ Sociedad Anónima Promotora de Inversión Bursátil (SAPIB) ▪ Sociedad Anónima Promotora de Inversión (SAPI)
Código de Buen Gobierno			
Disposiciones	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Código de las Mejores Prácticas ▪ Obligatorio en los segmentos Nivel 2 y Novo Mercado ▪ Voluntario en el segmento Nivel 1 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Norma de Carácter General 34.154 ▪ No obligatoria 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Código de Mejores Prácticas Corporativas ▪ Obligatorio para sociedades cotizadas, instituciones bancarias y Sociedad de Ahorro para el Retiro

continúa

continuación

	Brasil	Chile	México
Consejo de Administración			
Designación y composición	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lo designa la junta de accionistas ▪ Nivel 1: mín. 3 integrantes ▪ Nivel 2: mín. 5 integrantes ▪ Novo Mercado: mín. 5 integrantes 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lo designa la junta de accionistas ▪ Se denomina directorio ▪ Mín. 5 integrantes 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lo designa la junta de accionistas ▪ Máx. 21 integrantes
Independencia	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nivel 2: 20% de los consejeros ▪ Novo Mercado: 30% de los consejeros 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Obligatorio al menos un consejero independiente si patrimonio bursátil ≥ 57 millones de dólares y las acciones emitidas con derecho a voto $\geq 12,5\%$ 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Obligatorio: al menos el 25% de los consejeros
Auditor externo			
Disposiciones	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lo designa el consejo de administración ▪ Se recomienda rotación cada 5 años 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lo designa anualmente la junta de accionistas 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lo designa el consejo de administración ▪ Podrá ser invitado a las sesiones del consejo con voz pero sin voto

continúa

continuación

	Brasil	Chile	México
Director General			
Disposiciones	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lo designa el consejo de administración ▪ Se sugiere (no prohíbe) la separación del cargo de presidente del consejo y director general 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lo designa el directorio ▪ El cargo de director general es incompatible con el de presidente del consejo, auditor de la sociedad y con el de consejero 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lo designa el consejo de administración ▪ Se permite la dualidad Presidencia-CEO

Fuente: Elaboración propia

1.5. Enfoques teóricos

Las primeras teorías que dan origen al Gobierno Corporativo se concentraron en la búsqueda de la maximización de la riqueza de los accionistas. La teoría económica de la empresa surge con el nacimiento de la ciencia económica y la obra de Adam Smith (1776). A partir de la aparición del sistema capitalista y del crecimiento del mercado que experimentó EE.UU., la propiedad de las empresas se fragmentó y pasó a manos de una diversidad de inversores, dando origen a la separación de la propiedad y el control (Berle y Means, 1932). Por tanto, las corporaciones dejan de ser negocios privados familiares y se convierten en organizaciones en las que participan diversos actores con diferentes fines, tales como los trabajadores, los accionistas, los acreedores, los gerentes y los proveedores. La separación entre la propiedad y el control de las grandes empresas es considerada una eficiente forma de organización económica (Fama, 1980).

Las teorías de gobierno corporativo han evolucionado a través del tiempo como consecuencia del incremento en la conciencia social hacia la adopción de un sentido

de gobernabilidad en las estructuras corporativas (Abdullah y Valentine, 2009). Las teorías fundamentales de gobierno corporativo tuvieron su origen en la teoría de la agencia, extendiéndose a la teoría de *stewardship* y la teoría del *stakeholder*. Posteriormente, han evolucionado hacia otras teorías relacionadas con la dependencia de recursos y, también, la ética.

Recientemente, Nicholson y Kiel (2007) afirmaron que no existe una sola teoría que explique el gobierno corporativo. En la misma línea, Calder (2008) sostiene que son tres, principalmente, las teorías en las que se sustenta el gobierno corporativo: la teoría de la agencia, la teoría de *stewardship* y la teoría de *stakeholder*.

A continuación, analizamos brevemente estos tres enfoques teóricos que consideramos de especial interés para nuestra investigación.

1.5.1. Teoría de la agencia

Se entiende que surge una relación de agencia cada vez que las decisiones de un individuo dependen de la acción de otro. Esta relación da lugar a un contrato bajo el cual una o más personas (principal) encargan a otra persona (agente) desempeñar algunos servicios en su nombre (Jensen y Meckling, 1976). Bajo este enfoque, surgido en EE.UU. y Reino Unido, la teoría de la agencia persigue encontrar la forma de contrato más eficiente entre la relación principal-agente (Williamson y Winter, 1991; Williamson, 1985).

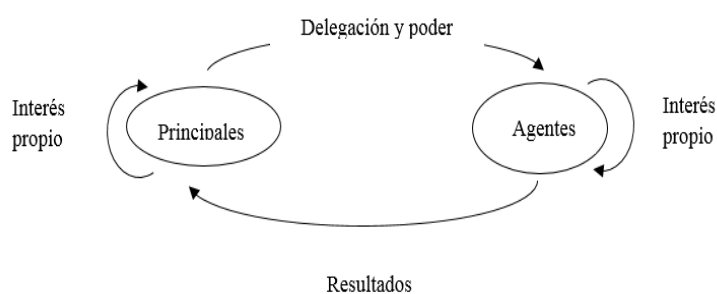
Desde esta perspectiva se espera que los agentes actúen y tomen decisiones en interés del principal. Sin embargo, el agente no necesariamente toma decisiones en el mejor interés del principal (Padilla, 2000). Este problema fue puesto en evidencia por primera vez por Adam Smith en el siglo XVIII. Posteriormente, fue explorado por Ross (1973), siendo la primera descripción detallada de la teoría de la agencia

presentada por Jensen y Meckling (1976). La noción de los problemas derivados de la separación de la propiedad y el control en la teoría de agencia ha sido confirmada por Davis *et al.* (1997).

Los conflictos de interés entre principal y agente (problemas de agencia) derivan de sus diferentes motivaciones y de la asimetría de información. En el problema de agencia que surge entre el accionista (principal) y gerente (agente), el principal puede paliar el comportamiento discrecional del agente incurriendo en costes de agencia. Entre ellos podemos citar: (i) costes de incentivación y supervisión, (ii) costes de fianza o garantía y (iii) pérdida residual (Jensen y Meckling, 1976).

La figura 1.3 resume este enfoque teórico. En ella podemos observar los papeles del principal y del agente relacionados a través del contrato. El principal delega en el agente poder para la toma de decisiones y éste, a cambio, entrega resultados que deberían estar en consonancia con los intereses del principal. No obstante, puede que no siempre sea así y que el agente actúe pensando en satisfacer sus propios intereses.

Figura 1.3 El modelo de agencia



Fuente: Abdullah y Valentine (2009)

Los conflictos de interés entre accionistas y gerentes pueden resolverse con un adecuado sistema de gobierno corporativo. De este modo, el modelo de gobierno corporativo anglosajón se fundamenta en esta teoría intentando alinear los intereses de los directivos y los accionistas. Como ya se ha indicado, este modelo es típico de las economías desarrolladas (principalmente EE.UU. y Reino Unido), donde el contexto institucional se presta para la aplicación eficiente de los contratos de agencia entre las partes (Peng, 2003). Sin embargo, en las economías emergentes, el contexto institucional hace que el cumplimiento de los contratos de agencia sea más costoso (Wright *et al.*, 2005; North, 1990). El resultado es la prevalencia de concentración de la propiedad de la empresa (Dharwadkar *et al.*, 2000). Esta concentración de la propiedad, combinada con la ausencia de mecanismos externos de gobierno efectivos, origina conflictos frecuentes entre los accionistas mayoritarios y los accionistas minoritarios (Morck *et al.*, 2005). Esta nueva perspectiva del gobierno corporativo ha dado lugar a un nuevo problema de agencia, que se denomina conflicto principal-principal, y que ha desembocado en el problema de expropiación de los accionistas minoritarios por parte de los mayoritarios (Young *et al.*, 2008; Mitton, 2002; Faccio *et al.*, 2001; Claessens *et al.*, 2000).

El conflicto principal-principal, representado en la expropiación de los accionistas de control sobre los accionistas minoritarios, es denominado por Johnson *et al.* (2000) como *tunneling*. Así, estos autores utilizan este término para describir la transferencia de recursos a los accionistas mayoritarios. De acuerdo con Johnson *et al.* (2000), el *tunneling* se presenta de dos formas. En primer lugar, un accionista mayoritario puede transferirse recursos de la empresa a través de transacciones realizadas en su propio interés. Dichas transacciones incluyen operaciones fraudulentas y la venta de activos y contratos a través de los precios de transferencia. En segundo lugar, el accionista mayoritario puede incrementar su participación en la empresa a través de la emisión de acciones, operaciones a través

de información privilegiada, adquisiciones progresivas (*creeping acquisitions*) u otras transacciones financieras que discriminan a los minoritarios.

La expropiación de los accionistas minoritarios a través del *tunneling*, por lo general, se lleva a cabo por grupos empresariales con estructura piramidal por medio de transferencias de recursos intragrupo (Kali y Sarkar, 2011). Se cree que el efecto *tunneling* es particularmente grave en los mercados emergentes debido a que los grupos de control son habituales en muchas de estas economías. Tales grupos dominan la actividad industrial del sector privado en países como Brasil, Chile, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Sudáfrica, Corea el Sur y Taiwán, entre otros.

Los problemas de agencia han sido fundamentales en la investigación de gobierno corporativo, en especial en el área de gestión u organización de la empresa. Por ejemplo, Walsh y Seward (1990) comparan los mecanismos internos y externos de control corporativo. Más recientemente, Dalton *et al.* (2007) ofrecen argumentos interesantes sobre cómo la perspectiva de la teoría de la agencia afecta a los diferentes mecanismos de gobierno corporativo, tales como los consejos de administración, la estructura de propiedad y el mercado de control corporativo. Desde una perspectiva financiera y económica y aún con la teoría de la agencia como fuerza motriz, Adams *et al.* (2010) revisan el papel de los consejos de administración como una pieza central en el debate sobre gobierno corporativo.

1.5.2. Teoría de stewardship

La teoría de stewardship tiene sus raíces en la psicología y la sociología, surge a principios de los años noventa como reacción a la teoría de la agencia (Donaldson y Davis, 1991; Filkenstein y D'Aveni, 1994; Davis *et al.*, 1997). Davis *et al.* (1997) argumentan que un steward (directivo) quiere realizar un buen trabajo y actúa como un buen administrador de los recursos de la empresa. De este modo, consigue

proteger y maximizar la riqueza de los accionistas. El directivo adopta este comportamiento pues ello le proporciona mayor utilidad que actuar de manera oportunista. En definitiva, esta teoría sugiere que los directivos están satisfechos y motivados cuando se alcanza el éxito organizacional.

Desde este punto de vista, se asume que los directivos conceden un valor considerable a su reputación. De este modo, el mercado laboral gerencial sirve como principal mecanismo para controlar el comportamiento de los mismos. Con un número mayor de gerentes de renombre, se ofrecen mejores condiciones económicas por su trabajo. A su vez, los gerentes que obtienen estas altas remuneraciones alinean sus intereses con los de los accionistas para el logro de objetivos comunes.

Daily *et al.* (2003) sostienen que, con el fin de proteger su reputación, los gerentes tienden a dirigir la empresa para maximizar el rendimiento de la misma, así como el beneficio de los accionistas. En este sentido, se cree que el rendimiento de la empresa puede afectar directamente a la percepción de su rendimiento individual. De hecho, Fama (1980) sostiene que los gerentes también gestionan sus carreras con el fin de ser vistos como administradores eficaces de su organización. Por su parte, Shleifer y Vishny (1997) subrayan que los gerentes que consiguen una buena rentabilidad financiera a los inversores adquieren una buena reputación, lo cual les permite obtener financiación en el futuro. En consecuencia, los gerentes aspiran a disponer de autonomía basada en la confianza, lo que minimiza el coste de vigilancia y control que ejercen los accionistas sobre su conducta (Gaur *et al.*, 2015).

Esta teoría tiene implicaciones en la composición del consejo de administración. De este modo, tener una mayoría de consejeros ejecutivos (*insiders*) está vinculado a un rendimiento superior de la empresa. Ello es así porque los consejeros ejecutivos tienen una mejor comprensión del negocio, examinan los procesos y decisiones de

una manera mejor que los consejeros no ejecutivos (*outsiders*) y, por lo tanto, toman mejores decisiones (Gaur *et al.*, 2015).

La figura 1.4 ilustra la teoría de *stewardship*. Los accionistas dan poder y confianza a los administradores, lo cual genera que estén motivados y que, en consecuencia, maximicen y protejan la riqueza de los accionistas.

Figura 1.4 El modelo *stewardship*



Fuente: Abdullah y Valentine (2009)

1.5.3. Teoría del stakeholder

A lo largo del presente capítulo hemos utilizado el término *stakeholder* para referirnos a los grupos de interés de las empresas. Este término aparece por primera vez en 1963, aportado por el Stanford Research Institute. El concepto de *stakeholder* ha evolucionado en los últimos años debido a factores como la globalización o la elevada conciencia de la influencia de las organizaciones en la sociedad. Así, por ejemplo, Clemens y Gallagher (2003) definen a los *stakeholders* como aquellos actores (internos y externos) que afectan y/o son afectados, en diferentes grados, por los objetivos y los resultados de una organización.

La teoría del stakeholder se remonta a finales de la década de los ochenta y se considera a Freeman (1984) como su precursor. De acuerdo con Wheeler *et al.* (2002), esta teoría deriva de una combinación entre la disciplina sociológica y la disciplina organizacional. Además, incorpora la filosofía, la ética, la teoría política, la economía y el derecho.

Esta teoría considera a la organización como un conjunto de relaciones. De este modo, ayuda a entender el gobierno y la dirección de la empresa porque su objetivo es explicar y guiar la coordinación necesaria entre los intereses de los diversos stakeholders que la componen. Harrison *et al.* (2010) señalan que esta teoría se refiere a cómo los clientes, proveedores, empleados, accionistas, acreedores financieros y gerentes interactúan para crear valor en forma conjunta.

La teoría del stakeholder se ha convertido en un marco útil para explicar las relaciones amplias y complejas entre las diferentes partes interesadas de la empresa (Brown *et al.*, 2011; Freeman, 2010; Donnelly y Mulcahy, 2008; Schneper y Guillén, 2004).

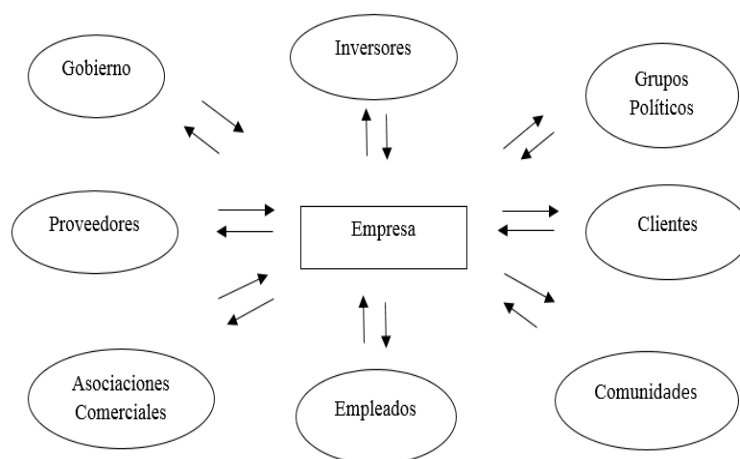
Como indica Fernández (2006), aquella organización que se ocupa de sus stakeholders consigue mejores resultados que aquella otra que los ignora. En la misma línea, Szwajkowski (2000) señala que, hoy en día, la organización con éxito es aquella que se informa en mayor medida respecto a sus stakeholders, los cuales crean el potencial para una ventaja competitiva. Esa ventaja competitiva se considera global cuando una organización desarrolla una estrategia imposible de imitar por otras organizaciones (Fernández, 2006). Así, las relaciones con los grupos de interés suponen para la empresa un intangible, un recurso socialmente complejo que debe reforzar su habilidad para superar a sus competidores en términos de creación de valor a largo plazo.

En resumen, esta teoría supone una visión integral de las organizaciones, al pretender alcanzar el equilibrio entre los intereses de los stakeholders de la empresa

y los suyos propios para poder adaptarse a los continuos cambios que se producen en su entorno y conseguir la supervivencia en el tiempo.

La figura 1.5 sintetiza la teoría del stakeholder, que se resume en una red de relaciones entre las personas interesadas de la empresa: inversores, clientes, proveedores, trabajadores y el gobierno, entre otros.

Figura 1.5 El modelo stakeholder



Fuente: Donaldson y Preston (1995)

Anexo

Tabla A.1 Modelos de Gobierno Corporativo

Modelo	Características
Anglosajón	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dispersión de la propiedad de las empresas ▪ Mercados de capitales desarrollados ▪ Conflictos de interés entre accionistas y gerentes ▪ Mecanismos institucionales que protegen fuertemente a los inversores
Continental	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Concentración de la propiedad de las empresas ▪ Mercados de capitales poco desarrollados ▪ Conflictos de interés entre los accionistas (mayoritarios y minoritarios) ▪ Débil protección de los accionistas minoritarios
Emergente	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Concentración de la propiedad de las empresas, fundamentalmente, por parte de grupos empresariales, participaciones cruzadas y piramidales ▪ Mercados de capitales incipientes ▪ Conflictos de interés entre los accionistas mayoritarios y minoritarios ▪ Débil estructura institucional y, en consecuencia, escasa protección a los accionistas minoritarios

Fuente: Elaboración propia

CAPÍTULO 2
GOBIERNO CORPORATIVO
Y ESTRUCTURA DE CAPITAL.
HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN

2.1. Introducción

Inversores y prestamistas toman sus decisiones considerando, entre otras cuestiones, la confianza en el sistema de gobierno de las empresas en las que pretenden invertir. En consecuencia, las prácticas de gobierno corporativo pueden tener una influencia significativa en el nivel de endeudamiento empresarial.

El Gobierno Corporativo ha constituido un área creciente en la investigación en las últimas décadas. Las aportaciones empíricas más notables se han centrado, sobre todo, en el impacto de la estructura de propiedad y del consejo de administración en el valor de la empresa. Por su parte, la investigación orientada a analizar la influencia de la gobernanza empresarial sobre la estructura de capital ha experimentado un notable crecimiento recientemente (Granado-Peiró y López-Gracia, 2016; Dasilas y Papasyriopoulos, 2015; Jiraporn *et al.*, 2012; Mande *et al.*, 2012; Morellec *et al.*, 2012; Ghosh *et al.*, 2011; Berger *et al.*, 1997).

En general, el gobierno corporativo se asocia con la existencia del problema de agencia y sus raíces se remontan a la separación de la propiedad y el control de la empresa. Los problemas de agencia surgen como resultado de las relaciones entre accionistas y directivos y se basan en los conflictos de intereses dentro de la empresa, que son frecuentes en los países de Ley Común. Del mismo modo, el conflicto de intereses entre los accionistas mayoritarios y los accionistas minoritarios se encuentra también en la base de la literatura del gobierno corporativo. Estos conflictos se presentan en los países con sistema legal que deriva de la Ley Civil, es decir, en la mayoría de países del mundo.

La literatura empírica sobre gobierno corporativo no proporciona evidencia concluyente sobre la existencia de relación entre consejo de administración, estructura de propiedad y estructura de capital de la empresa (Butt y Hasan, 2009). Se ha argumentado que tanto los mecanismos de gobierno corporativo como el apalancamiento alivian los costes de agencia. Las políticas financieras pueden

incidir en los conflictos de agencia de diversas formas. Por un lado, el uso de la deuda incrementa la probabilidad de quiebra y este riesgo adicional puede motivar a los gerentes a disminuir los beneficios privados y aumentar su eficiencia (Grossman y Hart, 1982). Por otro, la obligación del pago de intereses derivados del uso de la deuda ayuda a resolver el problema de *free cash flow* (Jensen, 1986). Adicionalmente, si los gerentes aumentan su participación en la propiedad de la empresa podrían alinear sus intereses con los del resto de accionistas (Jensen y Meckling, 1976).

Debido a que el apalancamiento impone limitaciones a la discrecionalidad directiva, la teoría de la agencia sugiere que la gerencia puede estar motivada a adoptar un nivel de endeudamiento por debajo del valor que maximiza la riqueza de los accionistas. Ello dependerá, esencialmente, del poder del gobierno corporativo, es decir, de cómo está diseñada la gobernanza para combatir los conflictos de agencia (Jiraporn *et al.*, 2012). En consecuencia, asumimos que debe haber una relación significativa entre el apalancamiento y el gobierno corporativo.

En este capítulo, revisamos los estudios previos referentes a la influencia de los diferentes mecanismos de gobierno corporativo en la estructura de capital. A partir de esa revisión, formulamos nuestras hipótesis de investigación.

Los mecanismos de gobierno corporativo que estudiaremos son: (i) la estructura de propiedad, en virtud de su nivel de concentración, coalición de inversores significativos y contestabilidad del accionista significativo distinto al principal; (ii) las características del consejo de administración, en particular, su tamaño, composición, diversidad, comité interno de auditoría y dualidad Presidencia-CEO y (iii) otros mecanismos de gobierno corporativo, entre los que incluimos la participación gerencial y la utilización de servicios cualificados de auditoría.

2.2. Marco teórico y evidencia empírica

Los escándalos financieros alrededor del mundo y el reciente colapso de importantes instituciones corporativas en EE. UU., Asia y Europa han deteriorado la confianza de los inversores en el mercado de capitales y en las prácticas de gobierno corporativo existentes. Esto ha puesto en evidencia, una vez más, la necesidad de la práctica de un buen gobierno corporativo y de estructuras de capital adecuadas (Chon y López de Silanes, 2007).

En estudios previos ha sido identificada la influencia del gobierno corporativo en las decisiones de estructura de capital de las empresas. La evidencia señala que la investigación se ha llevado a cabo principalmente en países desarrollados, mientras que poco se sabe acerca de los países en desarrollo y países emergentes⁴. Resulta escasa, en particular, la investigación realizada en países latinoamericanos, con la excepción de Brasil (Correia *et al.*, 2011; Da Silveira *et al.*, 2008). Además, no tenemos evidencia de estudios comparativos en el ámbito de países latinoamericanos, por lo que esta investigación intenta aportar evidencia en este sentido.

Diversos estudios empíricos han señalado que algunos atributos de gobierno corporativo tienen influencia sobre las decisiones de financiación de las empresas, en particular el tamaño del consejo de administración, los consejeros independientes, la concentración de propiedad, la propiedad gerencial y la dualidad Presidencia-CEO, entre otros.

⁴Algunos países desarrollados que han sido analizados son: EE.UU. (Mande *et al.*, 2012; Jiraporn *et al.*, 2012; Ghosh *et al.*, 2011; Jiraporn y Gleason, 2007; Anderson *et al.*, 2004; Berger *et al.*, 1997; Mehran, 1992; Friend y Lang, 1988) e Inglaterra (Fosberg, 2004; Short *et al.*, 2002). La evidencia empírica encontrada en países subdesarrollados es: Kenia (Kyereboah-Coleman y Biekpe 2006), Bangladesh (Haque *et al.*, 2011), Ghana (Bopkin y Arko, 2009; Abor y Biekpe, 2007; Abor, 2007), Pakistán (Ahmed Sheikh y Wang, 2012; Butt y Hasan, 2009); un conglomerado de países asiáticos (Du y Dai, 2005); Malasia (Suto, 2003), Tailandia (Wiwattanakantang, 1999). Por lo que se refiere a la evidencia empírica en países emergentes: Grecia (Dasilas y Papasyriopoulos, 2015) y China (Wen *et al.*, 2002).

Un consejo de administración eficaz es esencial para el éxito de una empresa. Al ser el máximo órgano en la toma de decisiones, tiene la responsabilidad de proporcionar orientación estratégica óptima para asegurar el crecimiento de la empresa y maximizar el rendimiento a los inversores. La literatura existente revela resultados mixtos de la influencia del tamaño del consejo de administración en la estructura de capital. Berger *et al.* (1997) obtuvieron una relación significativa y negativa entre el tamaño del consejo y el apalancamiento. Por su parte, Abor (2007) han obtenido una relación significativa y positiva entre el tamaño del consejo de administración y el ratio de deuda.

Por otra parte, los consejeros independientes son deseables debido a sus conocimientos y control de la gerencia. La evidencia empírica sobre la relación entre los consejeros independientes y el apalancamiento también es mixta. Por ejemplo, Bopkin y Arko (2009) señalan que el apalancamiento es significativamente menor cuando una empresa tiene una menor fracción de directores independientes. Ahmed Sheikh y Wang (2012) confirman estos resultados. Por el contrario, Anderson *et al.* (2004) presentan una relación significativa y negativa entre la fracción independiente del consejo de administración y el apalancamiento.

También, la propiedad por parte de ciertos blockholders puede ayudar a mitigar los problemas de agencia entre accionistas y directivos. Estos accionistas relevantes pueden obligar a la gerencia a utilizar más deuda, ya que reduce el control discrecional que ejerce aquella sobre el free cash flow de la empresa. Friend y Lang (1988) argumentan que las empresas con grandes blockholders tienden a operar con un ratio de deuda superior a aquellas que no los tienen. Esto sugiere una relación positiva entre la concentración de la propiedad y el apalancamiento. En esa línea, Ahmed Sheikh y Wang (2012) y Fosberg (2004) han informado de una relación estadísticamente significativa y positiva entre la concentración de la propiedad y el apalancamiento. Otros autores, no obstante, exponen que el poder de los accionistas

mayoritarios permite el control sobre los gerentes, de tal modo que ya no sería necesario utilizar mecanismos disuasorios como el apalancamiento para reducir los costes de sobreinversión (Shleifer y Vishny, 1997). La relación esperada entre concentración y estructura de capital sería, de este modo, negativa.

Por otra parte, Jensen y Meckling (1976) argumentan que cuando la propiedad gerencial aumenta, los intereses de los accionistas y gerentes están más estrechamente alineados. Por lo tanto, los costes de agencia pueden reducirse mediante el aumento de la proporción de propiedad del directivo en la empresa y la consiguiente reducción del endeudamiento. Fosberg (2004), Bathala *et al.* (1994) y Friend y Lang (1988) confirmaron que la propiedad gerencial se relaciona negativamente con la proporción de deuda. Sin embargo, la evidencia empírica respecto a la relación entre la propiedad del directivo y la estructura de capital no es homogénea. Berger *et al.* (1997), por ejemplo, han presentado una relación positiva y significativa entre el apalancamiento y la propiedad del CEO.

Unos cuantos estudios han analizado la relación entre la dualidad Presidencia-CEO y la estructura de capital con hallazgos empíricos de carácter mixto. Bopkin y Arko (2009) y Fosberg (2004) encontraron una relación significativa y positiva entre la dualidad Presidencia-CEO y el apalancamiento. Por otro lado, Ghosh *et al.* (2011) obtuvieron una asociación negativa y significativa entre la dualidad Presidencia-CEO y el endeudamiento.

2.3. Mecanismos de gobierno corporativo

Los mecanismos de gobierno corporativo son instrumentos enfocados en el control. Su objetivo es mejorar la transparencia y confianza del mercado hacia la empresa, proteger los derechos de los accionistas minoritarios y prevenir y corregir los conflictos de interés entre los directivos y los accionistas.

Existen diversos criterios para clasificar los mecanismos del gobierno corporativo. Jensen (1993) destaca cuatro mecanismos de gobierno: (i) los mercados de control operativo, (ii) el sistema legal político y regulatorio, (iii) los mercados de productos y (iv) los sistemas de control interno. Denis (2001) y Allen y Gale (2001) incorporan a los sistemas de control interno, los sistemas de compensación a los ejecutivos y la estructura de propiedad. Otros autores identifican (i) el consejo de administración, (ii) la estructura de propiedad, (iii) los comités de apoyo al consejo de administración y (iv) la compensación ejecutiva (Yermack, 1996; Weisbach, 1988; Jensen y Meckling, 1976). Por su parte, Brown *et al.* (2011) y Gillan (2006) distinguen entre mecanismos internos y externos.

Por lo que respecta a esta última clasificación, Brown *et al.* (2011) señalan que la distinción entre mecanismos de gobierno corporativo internos y externos no es clara, ya que depende de la empresa y sus circunstancias. Para estos autores, los mecanismos internos se entienden como las estructuras y procesos que están dentro del gobierno corporativo, el control de la empresa por parte de los inversores y el consejo de administración. Por su parte, los mecanismos externos incluyen la actividad de la empresa, la tecnología, el sistema legal y su capacidad ejecutiva, los mercados de capitales, sus normas de funcionamiento y protocolos.

De acuerdo con Dedman y Filatotchev (2008), los resultados empíricos sobre la eficiencia de los mecanismos de gobierno corporativo no son concluyentes. Señalan que las investigaciones están demasiado "contextualizadas" para comparar y explicar la diversidad de los mecanismos de gobierno corporativo. Estudios recientes han intentado explicar las dimensiones dinámicas del gobierno corporativo durante el ciclo de vida de la empresa (Filatotchev y Wright, 2005) así como la diversidad de esas características entre países y en el tiempo (Aguilera y Jackson, 2003). Así, Hermalin y Weisbach (1988) sugieren que la efectividad de las prácticas de gobierno corporativo puede depender del tamaño o la edad de la

empresa, de su intensidad innovadora y de las restricciones regulatorias e institucionales sobre la actividad empresarial.

A los efectos de nuestra investigación, consideramos los mecanismos de gobierno corporativo comúnmente analizados en la literatura. Estos mecanismos los clasificamos en tres grupos: (i) los relacionados con la estructura de propiedad de la empresa, (ii) los relativos al consejo de administración y (iii) otros mecanismos de gobierno corporativo.

2.4. El papel de la estructura de propiedad. Hipótesis de investigación

La naturaleza de los diferentes problemas de gobierno corporativo varía de manera sustancial debido a la estructura de propiedad (Claessens y Yurtoglu, 2013). Cuando la propiedad está muy repartida, como es típico en países anglosajones, el problema de agencia, planteado por Berle y Means (1932) y Jensen y Meckling (1976), se centra en el conflicto de intereses entre los accionistas y los gerentes que poseen poco o ningún capital en la empresa. Gran parte de la literatura inicial sobre la estructura de propiedad se ha centrado en este problema, sobre todo porque el gran peso de la investigación se ha realizado en EE.UU., un país caracterizado por tener mercados bien regulados y propiedad dispersa (Faccio *et al.*, 2010).

Sin embargo, cuando existe concentración de la propiedad y alguno de los propietarios o un grupo pequeño de ellos, tiene el control efectivo de la empresa, la naturaleza del problema de agencia deja ser la del directivo frente al accionista para convertirse en un problema entre accionista mayoritario y accionista minoritario (Shleifer y Vishny, 1997). En este sentido, se puede asumir la existencia de una menor asimetría de información, ya que, por lo general, el accionista mayoritario es el gerente, o bien, su familia tiene capacidad y disposición de asumir los costes

e invertir los recursos necesarios para disciplinar a la gerencia (Claessens y Yurtoglu, 2013). Este modelo de estructura de propiedad, característico en la mayoría de países (La Porta *et al.*, 1999 y 1998) ha centrado la atención de un cuerpo creciente de literatura hacia el problema de la expropiación de beneficios privados de los accionistas minoritarios por parte de los accionistas mayoritarios (Huyghebaert y Wang, 2012; Renders y Gaeremynck, 2012).

El análisis de la estructura de propiedad, conforme a la literatura existente, suele llevarse a cabo de tres formas: (i) el grado de concentración de la propiedad. Para nuestro estudio consideramos, además, la coalición entre los dos accionistas principales y la contestabilidad del segundo accionista, (ii) la participación accionarial de los directivos, que será tratada con posterioridad y (iii) la naturaleza de los accionistas que controlan la empresa tales como familias, organismos institucionales y entidades financieras. Por falta de información, en esta investigación no estudiamos esta última.

2.4.1. Concentración de la propiedad

El trabajo seminal de La Porta *et al.* (1999) muestra que la propiedad de las empresas fuera de EE.UU. y Reino Unido está concentrada en manos de muy pocos accionistas. Diversos estudios documentan la existencia de un gran inversor con una participación directa de control en empresas que operan en mercados emergentes. Por ejemplo, en áreas del este de Asia como Hong Kong, Indonesia y Malasia, las mayores participaciones directas poseen, generalmente, en torno al 50% del capital. En la India y Singapur la propiedad directa, por lo general, es de algo más del 50%. En otros países como Corea del Sur, Taiwán y Tailandia estos porcentajes se sitúan en torno al 20%, 30% y 40%, respectivamente. (Claessens y Yurtoglu, 2013; Bae *et al.*, 2008; Khanna y Yafeh, 2007; Bertrand *et al.*, 2002).

En América Latina, el accionista mayoritario posee, habitualmente, más del 50% del capital e incluso más del 60% como sucede en Argentina y Brasil. Al igual que en el este de Asia, los inversores mayoritarios son familias muy acaudaladas. En Chile, Colombia, México y Perú, las grandes empresas y los bancos son propietarios directos (Claessens y Yurtoglu, 2013; Black *et al.*, 2012; Khanna y Yafeh, 2007; Carvalhal da Silva y Leal, 2006; Lefort, 2005).

La concentración de la propiedad es considerada como uno de los mecanismos de gobierno corporativo más eficaces. De manera general, provoca dos efectos contrarios en el gobierno de la empresa: (i) un efecto de atrincheramiento que posibilita a los accionistas oportunistas expropiar a los accionistas minoritarios y (ii) un efecto incentivador que permite una supervisión más eficiente de la gerencia (Bennedsen y Nielsen, 2010; Morck *et al.*, 1988).

En cuanto al efecto de atrincheramiento, Shleifer y Vishny (1997) señalan que la concentración de la propiedad puede generar desventajas, como el riesgo excesivo de cartera que asumen los accionistas mayoritarios o la posible expropiación a los accionistas minoritarios y a otros stakeholders. Además, los accionistas mayoritarios pueden perseguir sus propios intereses, los cuales no necesariamente coinciden con los intereses del resto de accionistas, de la gerencia, o de los empleados. La preocupación por estas desventajas del gobierno corporativo ha sido creciente en los últimos años, cuando queda demostrado que la concentración de la propiedad y del control es la norma en la mayoría de los países alrededor del mundo (La Porta *et al.*, 1999).

Otras investigaciones relacionan los efectos de una estructura de propiedad concentrada sobre el apalancamiento. Así, Ahmed Sheikh y Wang (2012) argumentan que la propiedad de los blockholders puede ayudar a mitigar los problemas de agencia entre la gerencia y los accionistas. Esto se debe a que los blockholders, en general, tienen más capacidad que los accionistas dispersos para influir en las decisiones de la gerencia. De ese modo, presionarán a los directivos

para elevar el nivel de endeudamiento y evitar, así, que puedan llevar a cabo inversiones no rentables que favorezcan, sobre todo, a los propios gerentes. También, los blockholders podrían exigir mayores niveles de deuda debido al bajo coste que esto supone en comparación con la emisión de nuevas acciones (Berger *et al.*, 1997). Otros trabajos que se pronuncian a favor de estos argumentos son los realizados por Haque *et al.* (2011), Jiraporn y Gleason (2007), Fosberg (2004) y Brailsford *et al.* (2002). Desde otro punto de vista, algunas investigaciones sugieren, también, que el aumento del endeudamiento de las empresas es un instrumento eficaz para expropiar a los accionistas minoritarios (Mande *et al.*, 2012; Faccio *et al.*, 2010; Mehran, 1992). Los fondos adquiridos a través de deuda podrían ser utilizados en beneficio de los accionistas mayoritarios.

Respecto al efecto incentivador de la concentración, señalado anteriormente, la teoría financiera propone concentrar la propiedad en las manos de pocos accionistas con la finalidad de mejorar la supervisión y prevenir el uso ineficiente de los recursos por parte de los directivos. En este sentido, la concentración de la propiedad funciona como un eficaz mecanismo disciplinador de la gerencia no haciendo necesario el uso de la deuda como herramienta para disuadir a los gerentes de incurrir en costes de sobreinversión. Cuando la propiedad está concentrada, los costes del control asumidos por los accionistas mayoritarios son compensados por los beneficios que obtienen de dicha supervisión. Así, los accionistas mayoritarios disponen tanto de los incentivos como del poder necesarios para controlar a los gerentes y maximizar, de ese modo, los beneficios (Shleifer y Vishny, 1997). De aquí se deduce una posible relación negativa entre endeudamiento y concentración del capital⁵.

Los anteriores argumentos conducen a que la concentración de la propiedad, en los países de nuestro estudio, podría generar a un mayor control de la actuación de la

⁵ Con apoyo en argumentos similares, algunos trabajos aplicados al caso español señalan una relación no lineal -en forma de U- entre el apalancamiento y la estructura de propiedad (Granado-Peiró y López-Gracia, 2016; Pindado y De la Torre, 2011).

gerencia y, al mismo tiempo, a la posibilidad de mejorar la solvencia mediante políticas de menor apalancamiento. Proponemos, así, la siguiente hipótesis de investigación:

H1: “Existe una relación negativa entre el endeudamiento y la concentración de la propiedad”.

2.4.2. Coalición entre el primero y el segundo accionista

La coalición entre accionistas es uno de los mecanismos de control más utilizados, que favorece la redistribución a través de incentivos y poder entre los accionistas (Boubaker, 2007; Volpin, 2002). Una de sus ventajas consiste en que no se requiere la transferencia de acciones, sino que tan solo implica un compromiso explícito de que los participantes en esa coalición votarán junto al accionista de control.

La existencia de un segundo gran accionista permite la asociación con el principal accionista para extraer beneficios privados como la extracción de rentas de los minoritarios (Morck *et al.*, 2005; Morck y Yeung, 2005; Bennedsen y Wolfenzon, 2000). Una de esas formas de expropiación podría consistir en un mayor endeudamiento y hacer uso de los recursos obtenidos para satisfacer los intereses privados de la coalición. Especialmente, si el mercado de deuda es más favorable que el de recursos propios y se evita, a un tiempo, la dilución del capital.

No obstante, los accionistas mayoritarios podrían coaligarse con el accionista principal para reforzar su papel disciplinador de los gerentes para evitar los costes de sobreinversión y mejorar el valor de la empresa. De este modo, la coalición de intereses redundaría en la mejora de los intereses de todos los accionistas, conduciendo a un menor endeudamiento (Morck y Yeung, 2005).

De este modo, nuestra segunda hipótesis queda formulada:

H2: “Existe un efecto negativo entre el apalancamiento y la coalición entre los dos primeros accionistas”.

2.4.3. La contestabilidad por parte del segundo accionista mayoritario

La existencia de otros accionistas significativos distintos del principal (accionistas de referencia) puede dar lugar a la contestación de las decisiones tomadas por aquel, en lugar de a la búsqueda de una colaboración estratégica. De este modo, la existencia de otros accionistas significativos podría limitar el margen de actuación discrecional del propietario principal. En esta línea, Winton (1993) argumenta que los accionistas no controladores con participaciones significativas tienen incentivos para supervisar a los accionistas mayoritarios con el objetivo de evitar el desvío de beneficios. La evidencia ha demostrado que la contestación al control juega un papel crítico en la mejora de la transparencia financiera, en el valor de las acciones y en la gestión de los resultados de la empresa (Maury y Pajuste, 2005). Otros trabajos que sugieren un efecto similar son los realizados por Renders y Gaeremynck (2012), Carvalhal (2012) y Mishra (2011).

A diferencia de lo señalado en la hipótesis de coalición del primero y segundo accionista, se podría asumir que la existencia de otros accionistas significativos que limiten el control del propietario principal y recorten su margen de actuación debería conducir a la necesidad de recurrir a un mayor nivel de endeudamiento con el fin de imponer mayor disciplina a los gerentes.

La tercera hipótesis que pretendemos contrastar quedaría planteada del siguiente modo:

H3: La presencia de un segundo accionista significativo podría tener un efecto positivo en el apalancamiento de la empresa”

2.5. Relevancia del consejo de administración. Hipótesis de investigación

De acuerdo con Fama y Jensen (1983) y Fama (1980), el punto común de los sistemas de control y la toma de decisiones de las organizaciones, grandes o pequeñas, es el consejo de administración. El consejo de administración tiene el poder para contratar, despedir y compensar a la alta gerencia así como para ratificar y vigilar las decisiones importantes. Así, Gillan (2006) sostiene que los consejos de administración son el eje central del gobierno corporativo.

El consejo de administración es el único medio que permite a los propietarios estar en contacto y gestionar su relación con la gerencia (Lawal, 2012). Además, está encargado de la contratación, evaluación, compensación y supervisión continua de la gerencia, siendo el principal mecanismo de los accionistas para supervisar a los administradores (Perry y Shivdasani, 2005). Además, como afirman Linck *et al.* (2008), los consejos de administración pueden ejercer el papel de asesoramiento, que ayuda a la gerencia a la gestión adecuada de las estrategias de la empresa. La importancia de su papel así como de sus múltiples funciones ha sido subrayada por Bammens *et al.* (2011) y Adams y Ferreira (2007).

La investigación empírica apoya fuertemente la noción de que un consejo de administración eficiente es decisivo para mejorar el rendimiento y la rentabilidad de la empresa (Lawal, 2012). Además, constituye un factor importante para garantizar los intereses de los inversores, aún en presencia de un sistema legal débil donde la protección a los accionistas minoritarios es de baja calidad (Erickson *et al.*, 2005). A pesar de ello, la evidencia obtenida hasta ahora no ha sido concluyente (Dalton y Dalton, 2011; García-Ramos y García-Olalla, 2011; Gill *et al.*, 2009). Por ello, Hermalin y Weisbach (2003) argumentan que la falta de un marco teórico coherente y formal propicia que la mayor parte de la investigación contemporánea se apoye en los resultados de los trabajos empíricos. No obstante, la intuición

mantenida por muchos autores es la de que un eficaz consejo de administración influirá, de forma decisiva, en la estrategia financiera seguida por la entidad y en particular en su estructura de capital. Las características del consejo de administración comúnmente consideradas en la literatura, que pueden influir significativamente en las políticas financieras de la empresa, son el tamaño, el nivel de independencia, la existencia de diversidad de género, la existencia del comité interno de auditoría y el liderazgo o dualidad Presidencia-CEO.

2.5.1. Tamaño del consejo de administración

El tamaño del consejo de administración o número total de consejeros ha sido considerado en numerosas investigaciones. La mayoría de los trabajos concluye que el tamaño del consejo es una de las características con mayor impacto estratégico en la calidad total del gobierno corporativo, debido a que afecta no solo a la calidad de la deliberación entre los integrantes, sino también a su capacidad para tomar decisiones óptimas para la organización (Lawal, 2012). Sin embargo, establecer el tamaño ideal del consejo de administración ha sido siempre un tema controvertido en la investigación. Dada la falta de un único marco teórico que explique el efecto del tamaño del consejo en los resultados de la empresa, la mayor parte de la investigación se ha realizado en el marco de la teoría de la agencia y de la teoría de los recursos (Lawal, 2012; Dalton y Dalton, 2005).

En principio, se asume que la capacidad de supervisión del consejo de administración aumenta a medida que aumenta el número de sus integrantes. No obstante, el beneficio puede ser superado por el coste, cada vez mayor, como consecuencia de una pobre comunicación y toma de decisiones inadecuadas o tardías (John y Senbet, 1998). Hermalin y Weisbach (2003) explican que cuando los consejos llegan a ser demasiado grandes, los problemas de agencia tales como

el *free-riding* se incrementan por lo que se convierte en una figura representativa y deja de ser parte del proceso efectivo de gobierno.

Así, Bennedsen *et al.* (2008), Yermack (1996), Jensen (1993) y Lipton y Lorsch (1992), defensores de los consejos de administración reducidos, sostienen que el tamaño de éstos afecta a la eficiencia de la gobernanza corporativa, independientemente de otros atributos. En concreto, Lipton y Lorsch (1992) recomiendan limitar el número de consejeros a diez personas, con un tamaño preferido de ocho o nueve integrantes. Otros trabajos establecen, también, recomendaciones similares respecto al tamaño óptimo del consejo de administración (Hermalin y Weisbach, 2003; John y Senbet, 1998).

Frente a la postura anterior, existen autores que ofrecen apoyo a los consejos de administración de gran tamaño, ya que consideran que pueden ejercer una influencia positiva en la capacidad de control sobre la gerencia. Sus puntos de vista se basan en la premisa de que un consejo grande promueve la diversidad, lo que brinda a la empresa una ventaja competitiva que puede implicar mayores niveles de experiencia, habilidades, captación de recursos, innovación y creatividad y una mejor estrategia corporativa (Lawal, 2012; Jackling y Johl, 2009; Dalton y Dalton, 2005). Jackling y Johl (2009) indican que los consejos grandes consiguen mayor exposición al ambiente externo, lo que mejora el acceso a los recursos y el rendimiento empresarial. A pesar de la enorme cuantía de resultados empíricos a favor y en contra de un tamaño determinado del consejo de administración y su efecto en el rendimiento de la empresa, también hay estudios que no encuentran resultados concluyentes en ningún sentido (Ruigrok *et al.*, 2006; Bonne *et al.*, 2004) o los que señalan un efecto no lineal con el valor de la empresa (García-Ramos y García-Olalla, 2011; Coles *et al.* 2008; De Andres y Vallelado, 2008).

Por lo que se refiere a la relación del tamaño del consejo de administración y el endeudamiento, la evidencia empírica existente no es concluyente tampoco. Algunos trabajos confirman la existencia de una relación positiva entre el

apalancamiento y el tamaño del consejo de administración. Jensen (1986) postula que las empresas con un mayor apalancamiento tienen un tamaño de consejo más grande. Anderson *et al.* (2004) encontraron que el coste de la deuda es menor para los consejos más grandes porque los acreedores consideran que estas empresas tienen procesos de supervisión más efectivos y, por lo tanto, pueden aumentar la deuda a bajo coste. En líneas similares, Bopkin y Arko (2009), Abor (2007), Wen *et al.* (2002), Lipton y Lorsch (1992) y Pfeffer y Salancick (1978) han encontrado una relación positiva entre el tamaño del consejo y el apalancamiento. En general, los resultados sugieren que los consejos de administración más grandes persiguen un elevado apalancamiento para incrementar el valor de la empresa.

En cambio, otros trabajos obtienen una relación negativa entre el tamaño del consejo de administración y el endeudamiento. En este sentido, los resultados de Berger *et al.* (1997) muestran que las empresas con un consejo de administración grande presentan, generalmente, reducidos niveles de apalancamiento. Ello es debido al papel sustitutorio de la deuda como efecto disciplinador, ejercido por un consejo de administración de gran tamaño y eficaz. Otros resultados similares son los encontrados por Granado-Peiró y López-Gracia (2016) para empresas españolas, Dasilas y Papasyriopoulos (2015) en su estudio realizado en empresas griegas, Jiraporn *et al.* (2012) y Ghosh *et al.* (2011) en empresas estadounidenses y, finalmente, Anderson *et al.* (2004) en empresas inglesas.

Los argumentos señalados hasta aquí, nos llevan a formular nuestra cuarta hipótesis del siguiente modo:

H4: “El tamaño del consejo de administración afecta al nivel de endeudamiento de la empresa bien sea positiva o negativamente”.

2.5.2. Independencia del consejo de administración

La independencia de los consejeros hace alusión a la proporción de ellos que se mantienen independientes de la gerencia de la empresa. Este enfoque responde a la preocupación respecto a la capacidad del consejo para cumplir plenamente con su papel de control. Como se desprende de la evidencia empírica, la relación de los consejeros con los gerentes o con el director general puede afectar su criterio, disposición y capacidad para cumplir de manera responsable con sus obligaciones administradoras (Johnson, *et al.*, 1996).

La literatura especifica que los consejos de administración se componen de dos tipos de consejeros, los internos o ejecutivos (*insiders*) y los externos o no ejecutivos (*outsiders*). Los primeros ejercen funciones en la gestión de la empresa y son responsables de la estrategia corporativa. Son empleados y aportan experiencia y conocimientos especializados a la corporación (Lawal, 2012; Adams *et al.*, 2010; Johnson, *et al.*, 1996). La conveniencia de la participación de los consejeros internos ha sido muy cuestionada debido a la presencia de intereses que redundan en una probable ineficacia del consejo de administración. La principal función del consejo, la supervisión periódica del rendimiento de la gerencia, se prevé difícil con un consejo dominado por internos que deben controlarse a sí mismos. En este sentido, la posición del consejero interno es incómoda o débil cuando se trata de disciplinar al director general, repercutiendo en su capacidad para proporcionar una evaluación objetiva y justa, y para cumplir de manera adecuada con las diversas tareas del consejo (Johnson *et al.*, 1996; Daily y Dalton, 1994).

Así, la participación de los consejeros externos se vuelve clave en el papel de control. Los consejeros externos no son empleados de la empresa y, por ende, mantienen un alto nivel de autonomía con respecto a la gerencia y al director general (Adams *et al.*, 2010; Weir y Laing, 2001; Dalton *et al.*, 1998; Johnson, *et al.*, 1996). Sin embargo, no todos los consejeros externos son independientes. Los investigadores han clasificado a los consejeros externos en dos grupos: (i)

independientes y (ii) dominicales. Los consejeros independientes realizan estrictamente la función de control de la gerencia, protegiendo los intereses de los accionistas y contribuyendo en la mejora de los resultados de la empresa. Los dominicales, por su parte, son aquellos que poseen una participación accionarial significativa o han sido nombrados debido a su estatus de accionistas o de representantes de estos (véase, por ejemplo, el código unificado de buen gobierno para empresas cotizadas españolas, CNMV, 2006).

La falta de verdadera independencia, de acuerdo con algunos trabajos empíricos, se traduce en un consejo de administración ineficaz, incapaz de controlar a los directivos, y en un mayor margen de discrecionalidad del director general. El interés por determinar qué es un consejero independiente ha conducido a estudiar los factores que influyen en la pérdida de independencia de los consejeros externos (Masulis y Mobbs, 2011; Ravina y Sapienza, 2010; Duchin *et al.*, 2010; Gupta y Fields, 2009).

En la actualidad, siguen existiendo consejeros que, a pesar de reunir los criterios que definen su condición de independencia, son cuestionables como consejeros independientes (Hwang y Kim, 2009). Así, la definición de consejero independiente ha llegado a ser más estricta con el tiempo teniendo en cuenta la formación, experiencia y antigüedad en el cargo (Brown *et al.*, 2011). Lawal (2012) y Becht *et al.* (2003) consideran al consejero independiente como aquel que no es empleado de la empresa, no tiene compromisos de negocios con la corporación y no es miembro de la familia propietaria.

Numerosos estudios, por lo tanto, han considerado que un consejo de administración constituido por una mayoría de consejeros independientes, es el mecanismo más fiable y efectivo para asegurar la protección de los intereses de los accionistas (Lawal, 2012). Asimismo, los Códigos de Buenas Prácticas consideran necesario constituir los consejos de administración con una mayoría de consejeros no ejecutivos independientes (Adams *et al.*, 2010). Así, diversos países han

introducido, en sus regulaciones, la obligación de contar con una determinada fracción de consejeros independientes dentro del consejo de administración (Becht *et al.*, 2003).

En esta misma línea, los reguladores y los mercados de valores también han reconocido la eficacia de los consejeros independientes en los consejos de administración (Kesner, 1988; Mautz y Neary, 1979). Algunos reguladores, incluso, han ido más lejos proponiendo que las empresas tengan un número mínimo de consejeros independientes (*American Law Institute*, 1994). Harris y Raviv (2008) afirman que la opinión predominante entre los reguladores es que los inversores tienen interés en que los consejos de administración estén controlados por consejeros independientes. Este punto de vista parece estar impulsado por consideraciones de agencia, es decir, aquellas por las que solo los consejeros independientes pueden reducir de manera efectiva los problemas de agencia.

Han habido, también, algunas críticas sobre la eficacia de los consejeros externos. Por una parte, se argumenta que carecen del nivel de información que poseen los consejeros internos. Por otra, que suelen asumir responsabilidades en varios consejos de administración y puede que no sean capaces de entender cada empresa lo suficientemente bien como para ser realmente eficaces (Baysinger y Hoskisson, 1990).

Por lo que respecta a la relación entre la presencia de los consejeros externos y la estructura de capital, ésta ha sido explorada por algunos investigadores y la evidencia obtenida no es unánime.

Los resultados de Pfeffer y Salancick (1978) muestran que una mayor representación de consejeros externos en el consejo de administración conduce a niveles superiores de apalancamiento. Se espera que las empresas con mayores necesidades de acceso al mercado de capitales y, por tanto, con mayor necesidad de financiación, tengan un mayor porcentaje de consejeros externos en sus consejos de

administración. En general, un mayor número de consejeros independientes supervisa más activamente a los gerentes y aumenta la credibilidad de la empresa en los mercados financieros, haciendo posible un mayor endeudamiento (Ahmed Sheikh y Wang, 2012; Bopkin y Arko, 2009; Abor, 2007; Berger *et al.*, 1997; Jensen, 1986).

Por el contrario, Anderson *et al.* (2004) y Wen *et al.* (2002) proporcionan evidencia sobre la existencia de una relación negativa entre el nivel de apalancamiento y la representación de consejeros externos en el consejo de administración. Sugieren que la gerencia suele enfrentarse a una supervisión más rigurosa cuando el consejo de administración es controlado por directores independientes y, por tanto, el nivel de endeudamiento podría reducirse. Estos resultados son consistentes con los obtenidos en los estudios realizados por Xu y Wang (1997) y Tam (1995). En consecuencia, nuestra quinta hipótesis queda formulada del siguiente modo:

H5: “La independencia del consejo de administración está relacionada positiva o negativamente con el apalancamiento”.

2.5.3. Diversidad en el consejo de administración

La diversidad en los consejos de administración hace referencia a la consecución de un equilibrio entre sus integrantes en relación con diferentes características demográficas tales como la edad, el género, el origen étnico y las competencias relativas a la educación, los conocimientos profesionales y la experiencia en el sector (Lawal, 2012; Carter *et al.*, 2010; Kang *et al.*, 2007; Erhardt *et al.*, 2003).

Para Van der Walt e Ingley (2003) la diversidad no se define exclusivamente en términos de género. Sin embargo, el enfoque principal en la literatura ha sido en este sentido. Biggins (1999) señala que las minorías étnicas, particularmente en EE.UU., han hecho avances significativos para alcanzar posiciones en los consejos

de administración. Por otra parte, Smith (2001) sugiere que la edad está también comenzando a surgir como un aspecto de diversidad digno de atención. En esta línea, Bilimoria y Wheeler (2000) y McGregor (2000) muestran que las consejeras tienden a ser más jóvenes que sus homólogos masculinos.

En nuestra investigación, la diversidad del consejo de administración se centra en la característica de género, es decir, el número de mujeres que ocupan una posición en el consejo de administración y su efecto sobre las políticas financieras.

La evidencia muestra que las mujeres ocupan pocos asientos en los consejos de administración. Por ejemplo, Catalyst (2007), organización sin fines de lucro con la misión de acelerar el progreso de las mujeres a través de la inclusión laboral, revela que en EE.UU. las mujeres ocupaban el 14,8% de los asientos de los consejos destacados en “Fortune 500”. El porcentaje de consejeras en Australia, Canadá, Japón y Europa se estima en 8,7%, 10,6%, 0,4% y 8,0%, respectivamente (Equal Opportunity for Women in the Workplace Agency (EOWA), 2006); European Professional Women’s Network (EPWN), 2004). La mayoría de las empresas consideradas en los estudios de EOWA (2006) y EPWN (2004) tienen una sola mujer en el consejo de administración, un hecho que a menudo es considerado como evidencia de una participación simbólica del género femenino (Corporate Women Directors International (CWDI), 2007; Branson, 2006; Bourez, 2005). También, el 62% de las doscientas mejores empresas de Europa tienen al menos una consejera y solo el 28% tienen más de una (EPWN, 2004). En Australia, el 50% de las empresas tienen al menos una consejera y solo el 13,5% tienen más de una (EOWA, 2006).

De acuerdo con Adams y Ferreira (2009), es probable que esta situación cambie porque los consejos de administración están bajo una creciente presión para que nombren consejeras. Muchas de las propuestas para las reformas de gobierno corporativo subrayan explícitamente la importancia de la diversidad de género en el consejo de administración. En Reino Unido, Higgs (2003) sostiene que la

diversidad puede mejorar la eficacia del consejo de administración y recomienda expresamente que las empresas integren activamente a las mujeres en los consejos. El gobierno de Suecia advirtió que introducirá la diversidad de género como requisito legal si las empresas no reservan de forma voluntaria un mínimo del 25% de sus asientos en el consejo de administración para las mujeres (Adams y Ferreira, 2009).

La proporción más extrema de la diversidad de género se produce en Noruega, donde desde enero de 2008 todas las empresas cotizadas deben cumplir con un 40% de cuota de género. España ha seguido la iniciativa de Noruega al recomendar que en el año 2020 el número de consejeras represente, al menos, el 30% del total de miembros del consejo de administración (CNMV, 2015). La mayoría de estas iniciativas legislativas se basan en considerar que la presencia de mujeres en los consejos de administración podría afectar de forma significativa el gobierno de las empresas (Adams y Ferreira, 2009).

Incrementar la diversidad de género en el consejo de administración puede mejorar la toma de decisiones debido a la amplia variedad de perspectivas que implica (Daily *et al.*, 2003). Puntos de vista diferentes sobre las cuestiones organizativas y estrategias de la empresa pueden permitir al consejo de administración una mejor evaluación de las necesidades de los stakeholders. El resultado puede mejorar la capacidad del consejo de manera efectiva para conseguir sus objetivos (Jain y Jamali, 2016; Bear *et al.*, 2010).

La presencia de las mujeres en los consejos de administración podría mejorar su eficiencia debido a la diversificación en su composición. Así, estudios previos abordan el papel de las mujeres en la resolución de conflictos y la importancia de la diversidad de género en los consejos, que hace aumentar el valor de la empresa (Tejersen *et al.*, 2009; Carter *et al.*, 2003). La diversidad de género se considera un activo de la empresa por las siguientes razones: aumenta la creatividad e innovación, hace que la empresa esté acorde con la diversidad actual del mercado,

ayuda a la resolución de problemas y contribuye a una mayor satisfacción laboral (Robinson y Dechant, 1997).

Consecuentemente, podemos asumir que la práctica de buen gobierno que supone la diversidad, mejorando la calidad del consejo de administración, actuaría como sustituto del apalancamiento. En otras palabras, como mecanismo disciplinador y, en consecuencia, permitiría reducir el montante de deuda.

Los anteriores argumentos nos permiten formular la sexta hipótesis del siguiente modo:

H6: “La presencia de las mujeres en el consejo de administración, como una práctica de buen gobierno, se relaciona inversamente con el apalancamiento de la empresa por su efecto disciplinador sobre los gerentes”.

2.5.4. Comité interno de auditoría

El consejo de administración tiene la responsabilidad del control interno de la empresa aunque, a menudo, esta responsabilidad es delegada a su comité de auditoría (Naiker y Sharma, 2009). Dicho comité supervisa, principalmente, el proceso de información financiera de la organización. Además, se reúne periódicamente con los auditores externos y el director financiero para revisar los estados financieros, el proceso de auditoría y los controles internos (Horngren *et al.*, 2014).

La *Securities and Exchange Commission* estadounidense (SEC), (1979) ha declarado que el comité interno de auditoría es un elemento importante de gobierno corporativo ya que contribuye a asegurar la calidad de la información financiera. Además, hace hincapié en su importancia al permitir al consejo de administración cumplir, de forma eficiente, sus funciones de supervisión. La evidencia empírica

señala que los miembros del comité interno de auditoría consideran los controles de supervisión interna como una de sus responsabilidades (Carcello, *et. al.*, 2002).

Klein (2002) y Abbott y Parker (2000) indican que un comité interno de auditoría eficaz puede tener una fuerte influencia en la gerencia. Por ejemplo, a través del control de la manipulación de los ingresos o influyendo sobre los gerentes para emplear a un auditor especialista. Por su parte, Goh (2009) manifiesta que un comité interno de auditoría eficaz puede participar directamente en la supervisión de los controles de la empresa mediante la revisión de los procedimientos contables internos, además de controlar al personal financiero y contable.

Bradbury (1990) argumenta que los comités internos de auditoría son comúnmente vistos como mecanismos de vigilancia que mejoran la función de certificación de auditoría de la información financiera externa. Así, los comités internos de auditoría pueden ser un efectivo mecanismo de control que mejora la calidad del flujo de información entre los propietarios y la gerencia (Wolnizer, 1995).

De acuerdo con Mande *et al.* (2012), los comités internos de auditoría fomentan un gobierno corporativo más fuerte. Además, un mayor número de sus integrantes contribuirá a una mayor calidad de la gobernanza y a la reducción de los costes de agencia (Anderson *et al.*, 2004). De aquí puede deducirse que un comité interno eficaz podría conducir a una mayor calidad de supervisión de los gerentes y, por tanto, a una menor necesidad de endeudamiento.

Derivado de lo anterior, nuestra séptima hipótesis queda definida del siguiente modo:

H7: “La presencia del comité interno de auditoría, como una práctica de buen gobierno, se relaciona inversamente con el apalancamiento de la empresa por su efecto disciplinador sobre los gerentes”.

2.5.5. Dualidad Presidencia-CEO

Dentro del ámbito de la independencia del consejo de administración, uno de los temas que mayor controversia ha generado entre los investigadores, los órganos reguladores y los inversores, lo constituye la dualidad Presidencia-CEO. La dualidad se refiere al hecho de que el presidente del consejo de administración, que es el máximo responsable del control de la gerencia de la empresa, sea a su vez el principal responsable de la gestión de la misma, es decir, el CEO o director general. Esto provoca una disminución de la independencia de los consejos de administración (Weir y Laing, 2001). Daily y Schwenk (1996) y Jensen (1993) señalan que la dualidad Presidencia-CEO puede conducir a una excesiva concentración de poder, obstaculizando la independencia de criterio del consejo de administración, lo que dificulta la efectiva toma de decisiones. Desde esta perspectiva, Solomon (1993) indica que el CEO puede controlar la agenda y el flujo directo de información del consejo de administración cuando la dualidad está presente. Blackburn (1994) señala que el presidente del consejo de administración debe ser independiente de los asuntos de la empresa y al hacerlo conseguirá un control eficaz sobre los planes del CEO.

Asimismo, la mayor parte de los códigos de buen gobierno recomiendan que el papel del presidente del consejo de administración quede separado de las responsabilidades del director general. La finalidad es asegurarse que el CEO no esté en una posición con demasiado poder para manejar las operaciones diarias de la empresa, así como las decisiones del consejo de administración. García-Sánchez *et al.* (2012) apoyan este argumento, señalando que la separación de las funciones del presidente del consejo y el CEO conducirá a crear consejos de administración con un mayor interés en el fortalecimiento de las prácticas de buen gobierno corporativo. Igualmente, los defensores de la teoría de la agencia argumentan que la separación de las funciones del presidente del consejo y el CEO proporciona control y equilibrio sobre el rendimiento de la gestión. Además, la eficacia del consejo de administración, en el desempeño de su función de gobierno, puede verse

comprometida porque el CEO puede controlar las reuniones del consejo, seleccionar los temas de la agenda, así como seleccionar a los consejeros (Blackburn, 1994).

Un argumento alternativo es que la separación de roles no es crucial. De ese modo, las empresas están bien dirigidas cuando combinan ambas funciones en una sola persona y, pese a ello, alcanzan consejos de administración eficientes. La dualidad de roles es defendida por Dahya *et al.* (1996), Finkelstein y D'Aveni (1994), Donaldson y Davis (1991), Rechner y Dalton (1991) y Eisenhardt (1989). Sus argumentos se basan en la teoría de *stewardship*, en la cual se establece que los directivos actúan en el mejor interés de la empresa y de los accionistas, y la dualidad de roles aumenta la efectividad de los consejos de administración. En resumen, la teoría de *stewardship* adopta una perspectiva positiva, viendo a los administradores como custodios de los activos corporativos e interesados en hacer lo mejor para la empresa.

Con referencia a la investigación sobre la dualidad Presidencia-CEO y las decisiones de estructura de capital, la evidencia que encontramos es mixta. Por una parte, Fosberg (2004) señala que las empresas con un presidente y un CEO separados tienden a optimizar su nivel de endeudamiento, de tal modo que la mayor supervisión ejercida sobre el CEO conducirá a un mayor apalancamiento para reducir costes de sobreinversión. Por tanto, puede asumirse una relación positiva entre los niveles de apalancamiento y la separación de dichas figuras Presidencia-CEO. De igual modo, lo constatan otros autores como Bopkin y Arko (2009) y Abor y Biekpe (2007).

Por el contrario, otros investigadores encontraron una asociación negativa y significativa entre la dualidad Presidencia-CEO y el apalancamiento, lo que sugiere que cuando el CEO también sirve como presidente del consejo de administración, aumentan los costes de agencia (Ghosh *et al.*, 2011; Butt y Hassan, 2009; Berger *et al.*, 1997). En otras palabras, la dualidad de estas figuras genera costes de agencia

en la forma de un menor nivel de endeudamiento, que conduce a un incremento de costes de sobreinversión o de inversiones no productivas.

Debido a que la evidencia encontrada está dividida entre los dos planteamientos señalados, planteamos nuestra hipótesis de la siguiente forma:

H8: “La dualidad presidencia-CEO puede estar directa o inversamente relacionada con el apalancamiento”.

2.6. Otros mecanismos de gobierno corporativo. Hipótesis de investigación

En esta sección abordamos el estudio de otros factores de gobierno corporativo que también pueden influir significativamente en la estructura de capital de la empresa. En nuestra investigación, consideramos como otros mecanismos de gobierno corporativo (i) la participación gerencial en el capital de la sociedad y (ii) la utilización de servicios cualificados de auditoría (*Big Four*).

2.6.1. Participación gerencial

La participación gerencial, al igual que la concentración de la propiedad, se ha convertido en un importante mecanismo de gobierno corporativo (Sánchez-Ballesta y García-Meca, 2007a y b). Los directivos que consiguen una participación alta en la propiedad de la empresa, estarán menos dispuestos a tomar decisiones que puedan menoscabar su propia riqueza (Jensen y Meckling, 1976). De aquí se desprende que existe una alineación de intereses entre la gerencia y los accionistas. Así, se reduce el comportamiento oportunista de los directivos y se maximiza la riqueza de los accionistas (Jensen y Meckling, 1976). En este sentido, se asume que

la gerencia lleva a cabo inversiones óptimas o reduce las subóptimas, lo que conduce a un mayor rendimiento de la empresa (Florackis, 2005).

Sin embargo, la propiedad gerencial puede dar lugar a dos tipos de efectos. En un principio, cuando la participación gerencial en el capital es reducida, se alinean los intereses de agente y principal y se reducen los costes de agencia lo que redundaría en un mayor valor de la empresa. Por el contrario, un mayor porcentaje de propiedad gerencial puede otorgar una mayor capacidad de actuación a los gerentes, debido a su mayor poder de voto. Ello les permitirá obtener beneficios privados a expensas de los accionistas (Florackis *et al.*, 2009). En otras palabras, en algún punto, la propiedad gerencial puede resultar en un efecto de atrincheramiento directivo y, por tanto en un aumento de costes de agencia y un menor valor de la empresa (Morck *et al.*, 1988; Fama y Jensen, 1983). Resultados de este tenor son los encontrados por Iturriaga y Hoffmann (2007), López-de-Foronda *et al.* (2007) y Sánchez-Ballesta y García-Meca (2007b).

Por lo que se refiere a la relación entre la propiedad gerencial y el apalancamiento, Friend y Lang (1988) documentan una relación negativa entre estas dos variables, especialmente en empresas donde la participación gerencial es relativamente alta. Berger *et al.* (1997) y Ghosh *et al.* (2011) revelan resultados similares. Su evidencia indica que los gerentes atrincherados tratan de evitar el uso de la deuda. En contraste, Short *et al.* (2002) indican que existe una relación positiva entre la propiedad gerencial y el ratio de apalancamiento.

Brailsford *et al.* (2002) y Granado-Peiró y López-Gracia (2016) obtienen evidencia empírica de que la propiedad gerencial y el apalancamiento pueden estar relacionados de forma no lineal. Sus resultados apuntan a que un bajo nivel de participación gerencial conduce a un alineamiento de intereses entre gerentes y accionistas dando lugar a un mayor nivel de apalancamiento a medida que aumenta dicha participación. Por otra parte, altos niveles de propiedad gerencial conducen a

un oportunismo gerencial (atrincheramiento) y, en última instancia, a niveles menores de endeudamiento. La novena hipótesis que se va a contrastar es:

H9: “El apalancamiento se incrementa con bajos niveles de participación gerencial (como resultado del efecto de alineación intereses) y disminuye con altos niveles de concentración gerencial (como resultado del efecto de atrincheramiento)”.

2.6.2. Auditores Externos

Uno de los objetivos más importantes de los informes financieros de auditoría externos es reducir las asimetrías de información y conflictos de agencia entre la empresa y sus stakeholders (Hope *et al.*, 2008). DeAngelo (1981) define la calidad de la auditoría como la probabilidad conjunta de que un auditor detecte e informe de un error importante. En general, se asume que las empresas eligen sus propios niveles de calidad de la auditoría a través de la selección de un auditor (Hay y Davis, 2004). Sin embargo, la decisión de seleccionar a un auditor específico y, por lo tanto, un nivel de calidad de la auditoría, es una elección compleja que involucra a diversos stakeholders (Knechel *et al.*, 2008).

Por otra parte, la calidad de la auditoría no puede ser directamente observable por lo que se utilizan proxies para ello, tal es el caso del tamaño de la firma auditora. Las grandes firmas de auditoría, denominadas Big Four (KPMG, Ernst & Young, Deloitte y PWC), tienen una reputación muy valiosa que proteger, lo que proporciona un incentivo para que sean más conservadoras y diligentes. De ahí la asociación histórica de una mayor calidad de la auditoría con respecto a las grandes firmas auditoras (Lennox, 1999a y b; Dye, 1993; Palmrose, 1988; DeAngelo, 1981). Sin embargo, la presunción de que las grandes firmas de auditoría realizan servicios cualificados de mayor calidad ha sido cuestionada desde los escándalos de auditoría de Enron, WorldCom y Tyco en 2001 y 2002 (Chaney y Philipich, 2002). La propuesta de que el uso de un auditor Big Four está relacionado con auditoría de

alta calidad se apoya en la evidencia de un gran número de estudios empíricos (Dasilas y Papasyriopoulos, 2015; Dechow *et al.* 2010; Knechel *et al.*, 2008; Francis, 2004; Krishnan y Schauer, 2000).

Se acepta, comúnmente, que la certificación proporcionada por la auditoría de una Big Four otorga a las empresas una mayor reputación y ayuda a las empresas a financiar sus operaciones con más deuda. No obstante, los informes de auditoría de las firmas Big Four elevarán la calidad del consejo de administración al otorgar una mayor credibilidad a la información financiera emitida. En otras palabras, previsiblemente reforzarán las prácticas de buen gobierno ya señaladas para el papel de los comités de auditoría internos. Consecuentemente, la mayor eficiencia y prestigio de los consejos de administración podría conducir a un menor apalancamiento.

Los argumentos anteriores nos conducen a plantear la hipótesis siguiente:

H10: “La utilización de servicios cualificados de auditoría, como una práctica de buen gobierno, repercute negativamente en el apalancamiento de la empresa por su efecto disciplinador sobre los gerentes”.

CAPÍTULO 3
MUESTRA Y DESCRIPCIÓN
DE LOS DATOS

3.1. Introducción

En este capítulo describimos el proceso de selección de la muestra y analizamos su composición. También, revisamos los principales estadísticos que describen tanto la variable dependiente como las variables explicativas consideradas en nuestra investigación. Estos análisis se presentan por países y de forma global. Igualmente, se realiza un análisis de correlación, con el fin de valorar posibles problemas que pudieran presentarse en la estimación de los modelos.

La muestra de estudio está compuesta por las empresas cotizadas de Brasil, Chile y México. La principal fuente de la que proviene la información es la base de datos ORBIS. No obstante, estos datos han sido complementados con informaciones obtenidas, fundamentalmente, de las memorias anuales de las empresas y páginas web oficiales de las Bolsas de Valores de estos tres países.

En nuestro trabajo, analizamos la influencia del gobierno corporativo de las empresas cotizadas en la estructura de capital. Con este fin, la variable dependiente se corresponde con el nivel de endeudamiento empresarial. En la literatura sobre finanzas corporativas, esta variable se calcula tomando en consideración el valor de mercado, o bien, el valor contable, a partir de los datos que figuran en el balance de situación de las empresas. En nuestro estudio, hemos optado por calcular la variable dependiente con valores de mercado con el fin de obtener valores de estimación más realistas.

En cuanto a las variables explicativas, las hemos dividido en dos grupos: (i) variables financieras y (ii) variables de gobierno corporativo. En el primer grupo se incluyen las variables que tradicionalmente han sido incorporadas en los modelos de estructura de capital. Estas variables son la rentabilidad de los activos, las oportunidades de crecimiento, la tangibilidad de los activos, el tamaño de la empresa y el endeudamiento del sector al que pertenece la empresa.

La selección de variables financieras realizada nos permitirá estimar un modelo, al que denominamos modelo base, utilizando la metodología de datos de panel. El objetivo principal de la estimación de este modelo es la comparación con otros estudios empíricos en los que se analiza la estructura de capital a partir de variables de índole financiera.

Por su parte, las variables de gobierno corporativo han sido clasificadas en tres grupos: (i) las que hacen referencia a la estructura de propiedad de la empresa, (ii) las relativas a las características relevantes del consejo de administración y (iii) otras, tales como la participación de la gerencia en la propiedad y la utilización de servicios cualificados de auditoría.

3.2. Muestra de estudio

3.2.1. Selección de la muestra

Los datos obtenidos proceden de las siguientes fuentes de información:

- Base de datos ORBIS, gestionada por Bureau van Dijk. De esta base de datos se ha extraído la información financiera y cierta información sobre estructura de propiedad y consejo de administración de las empresas que componen la muestra.
- Memorias anuales de las empresas, publicadas en sus páginas web oficiales, de las que se han obtenido datos adicionales del consejo de administración y de la estructura de propiedad.
- Páginas web oficiales de las Bolsas de Valores de Brasil, Chile y México, que han sido utilizadas para complementar los datos sobre el consejo de administración y la estructura de propiedad de aquellas empresas que omitían esta información.

La base de datos ORBIS contiene, fundamentalmente, información financiera de empresas de todo el mundo: Europa, América y Asia-Pacífico (unos 120 millones de empresas). Los criterios utilizados para la selección de las empresas de la muestra son los siguientes: (i) empresas cotizadas con domicilio en Brasil, Chile y México, (ii) pertenecientes a cualquiera de los sectores económicos, excepto al sector financiero y de seguros, (iii) que dispongan de cuentas consolidadas y (v) con información disponible en el periodo 2006-2014.

De la base de datos ORBIS solo se pudo obtener información relativa a la estructura de propiedad y al consejo de administración para el último año disponible de cada empresa. Por ello, se utilizaron las memorias de las empresas y las páginas web de las bolsas de valores para completar, en la medida de lo posible, estos datos. Sin embargo, los datos relativos al gobierno corporativo no presentan variación significativa entre los distintos periodos. En consecuencia, mientras que sí disponemos de un panel de datos para las variables financieras, no ocurre lo mismo con las de gobierno corporativo. Por consiguiente, la metodología utilizada en la estimación de los modelos dependerá de las variables introducidas.

Por otra parte, con el fin de asegurar la homogeneidad de la información, se han eliminado de la muestra aquellas empresas con datos inconsistentes (información incompleta, información financiera no fiable, etc.).

En resumen, la muestra está compuesta, finalmente, por 575 empresas con datos para el periodo 2006-2014. Dado que no todas las empresas aportan información en todos los años de la ventana de estudio, disponemos de un panel incompleto de 4.937 observaciones.

La tabla 3.1, que presentamos a continuación, ofrece la distribución de la muestra por países.

Tabla 3.1 Distribución de la muestra por países

	Número empresas	Número observaciones
Brasil	298	2.522
Chile	161	1.403
México	116	1.012
Total	575	4.937

Como se desprende de la misma, Brasil es el país que aporta el mayor número de empresas al estudio con un total de 298, seguido de Chile con 161 empresas y, finalmente, México que contribuye con 116 empresas.

En la tabla 3.2 presentamos la distribución temporal de las observaciones que componen la muestra.

Tabla 3.2 Distribución temporal de las observaciones

Año	Brasil	Chile	México	Global
2006	278	153	109	540
2007	275	160	112	547
2008	279	157	111	547
2009	285	157	110	552
2010	288	155	111	554
2011	279	156	115	550
2012	283	156	115	554
2013	276	157	115	548
2014	279	152	114	545
TOTAL	2.522	1.403	1.012	4.937

3.2.2. Análisis sectorial

En la muestra de estudio están presentes los distintos sectores económicos, con la excepción del sector financiero y de seguros, como ya se ha indicado. Con el fin de mostrar la composición sectorial de la misma, hemos realizado diez agrupaciones

basándonos en la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (Real Decreto 475/2007), tal y como se indica a continuación:

- Sector 1 (A y B): Agricultura, ganadería, caza, silvicultura, pesca e industrias extractivas.
- Sector 2 (C): Industria manufacturera.
- Sector 3 (D y E): Suministro de energía eléctrica, gas, vapor, aire acondicionado y suministro de agua, actividades de saneamiento, gestión de residuos y descontaminación.
- Sector 4 (F): Construcción.
- Sector 5 (G): Comercio al por mayor, al por menor, reparación de vehículos de motor y motocicletas.
- Sector 6 (H): Transporte y almacenamiento.
- Sector 7 (I): Hostelería.
- Sector 8 (J): Información y comunicaciones.
- Sector 9 (L, M y N): Actividades inmobiliarias, actividades profesionales, científicas, técnicas y actividades administrativas y servicios auxiliares.
- Sector 10 (P, Q, R y S): Educación, actividades sanitarias y de servicios sociales, actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento y otros servicios.

Las tablas 3.3, 3.4, y 3.5, presentadas a continuación, recogen la información sectorial resultante para Brasil, Chile y México, respectivamente. La tabla 3.6, por su parte, presenta los datos de forma global.

Tabla 3.3 Distribución sectorial de la muestra para Brasil

	Número de empresas	Porcentaje del total de empresas
Sector 1	19	6,38
Sector 2	124	41,61
Sector 3	34	11,41
Sector 4	20	6,71
Sector 5	17	5,70
Sector 6	22	7,38
Sector 7	2	0,67
Sector 8	19	6,38
Sector 9	30	10,07
Sector 10	11	3,69
TOTAL	298	100

La tabla 3.3 indica que alrededor del 42% de las empresas brasileñas de la muestra pertenecen al sector de la industria manufacturera (sector 2), seguido del sector de energía (sector 3) con el 11,4% de cuota de participación.

Tabla 3.4 Distribución sectorial de la muestra para Chile

	Número de empresas	Porcentaje del total de empresas
Sector 1	21	13,04
Sector 2	54	33,54
Sector 3	23	14,29
Sector 4	7	4,35
Sector 5	14	8,70
Sector 6	11	6,83
Sector 7	3	1,86
Sector 8	6	3,73
Sector 9	9	5,59
Sector 10	13	8,07
TOTAL	161	100

En el caso de Chile, la industria manufacturera es igualmente el sector que cuenta con mayor número de empresas (33,5%), seguido de los sectores de energía (sector 3) y agricultura (sector 1) con el 14,3 y 13,0%, respectivamente.

Tabla 3.5 Distribución sectorial de la muestra para México

	Número de empresas	Porcentaje del total de empresas
Sector 1	3	2,59
Sector 2	48	41,38
Sector 3	1	0,86
Sector 4	13	11,21
Sector 5	17	14,66
Sector 6	6	5,17
Sector 7	8	6,90
Sector 8	12	10,33
Sector 9	4	3,45
Sector 10	4	3,45
TOTAL	116	100

Con referencia a la información de México, podemos confirmar, tal y como muestra la tabla 3.5, que al igual que en los casos de Brasil y Chile, el sector de la industria manufacturera es el de mayor importancia, con un 41,4% de participación, seguido del sector comercio (sector 5) y del sector de la construcción (sector 4) con el 14,6 y 11,2%, respectivamente.

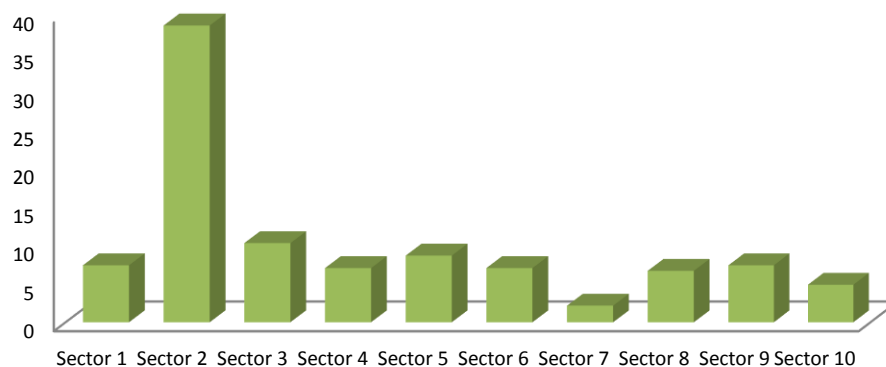
Tabla 3.6 Distribución global de la muestra por sectores de actividad

	Número de empresas	Porcentaje del total de empresas
Sector 1	43	7,48
Sector 2	226	39,30
Sector 3	58	10,09
Sector 4	40	6,96
Sector 5	48	8,35
Sector 6	39	6,78
Sector 7	13	2,26
Sector 8	37	6,43
Sector 9	43	7,48
Sector 10	28	4,87
TOTAL	575	100

La información agregada corrobora la relevancia de la industria manufacturera (sector 2), con un porcentaje de participación del 39,3% del total de empresas. Le siguen, a gran distancia, los sectores de energía (sector 3) y comercio (sector 5) con unos porcentajes del 10,1% y 8,3%, respectivamente.

La figura 3.1 siguiente ilustra estos datos agregados de una manera gráfica.

Figura 3.1 Distribución global de la muestra por sectores de actividad



3.3. Variables de estudio

3.3.1. Variable dependiente: tasa de endeudamiento

La variable que tratamos de explicar en nuestro trabajo es la estructura de capital de las empresas, esto es, la forma en que las empresas financian sus activos. Para ello, el indicador utilizado es la tasa de endeudamiento o coeficiente de apalancamiento de la empresa. En la literatura financiera encontramos dos formas habituales de medir esta variable:

- Como cociente entre la deuda y el activo: $LEV_a = \frac{\text{Deuda total}}{\text{Activo total}}$, cuyos posibles valores oscilan entre 0 y 1 (Dasilas y Papasyriopoulos, 2015; Uwuigbe *et al.*, 2014; Jiraporn *et al.*, 2012; Haque *et al.*, 2011; Butt y Hassan, 2009; Jiraporn y Gleason, 2007; Flannery y Rangan, 2006; Suto, 2003; Frank y Goyal, 2009; Wen *et al.*, 2002; Rajan y Zingales, 1995).
- Como cociente entre la deuda y el patrimonio neto: $LEV_b = \frac{\text{Deuda total}}{\text{Patrimonio Neto}}$ (Alqisie, 2014; Ganiyu y Abiodun, 2012; Abor y Biekpe, 2007; Abor, 2007; Du y Dai, 2005).

Además, la definición de esta variable está condicionada, también, por la consideración de valores contables o valores de mercado en las partidas que intervienen en su cálculo, lo cual ha sido objeto de una extensa discusión en la literatura (Lemmon y Zender, 2010; Frank y Goyal, 2009; Flannery y Rangan, 2006; Rajan y Zingales, 1995).

Si bien la variable calculada a partir de los valores contables es la más utilizada en la literatura, encontramos argumentos tanto a favor de utilizar los valores contables como los de mercado. Por ejemplo, Miller (1977) centra su estudio en valores contables ya que, según él, representan a la estructura de capital mejor que las medidas de financiación en términos de mercado, que son muy sensibles a los

cambios en los precios de las acciones. Igualmente, Myers (1984, 1977) señala que los valores contables recogen los activos existentes en la empresa que sirven de garantía en las operaciones de financiación. Sin embargo, el valor de mercado está determinado de forma significativa por activos intangibles y por el valor actual de las oportunidades de crecimiento, las cuales no pueden utilizarse como colateral para respaldar la deuda. En esa misma línea, Shyam-Sunder y Myers (1999) restringen su estudio a medidas contables del endeudamiento empresarial.

Por el contrario, Bradley *et al.* (1984) afirman que una medida de endeudamiento en términos contables no es consistente con la especificación de la teoría y, por tanto, cabe la posibilidad de que aporte resultados menos sólidos. En el mismo sentido, Banerjee *et al.* (2004) aseguran que el valor de mercado es el que determina el verdadero valor de la empresa.

En nuestro trabajo, dado que analizamos empresas cotizadas para las que disponemos de información relativa a su valor de mercado, definimos la tasa de endeudamiento en estos términos, a fin de asegurarnos estimaciones más realistas y acordes con la teoría.

En los trabajos sobre estructura de capital que definen la variable dependiente a partir de los valores de mercado encontramos, a su vez, distintas formas de cálculo. La más utilizada es la que calcula el nivel de endeudamiento como cociente entre la deuda total a valor contable y el valor de mercado del activo total. Este último se define como la suma de la deuda total a valor contable y el valor de capitalización, es decir, el número de acciones en circulación multiplicado por el precio de cotización al final del año (Granado-Peiró y López-Gracia, 2016; Jiraporn *et al.*, 2012; Ghosh *et al.*, 2011; Frank y Goyal, 2009; Butt y Hassan, 2009; Da Silveira *et al.*, 2008; Du y Dai, 2005; Suto, 2003; Berger *et al.*, 1997). Esta es la opción elegida en nuestro estudio, de forma que la tasa de endeudamiento (*LEV*) quedaría definida:

$$LEV = \frac{\text{Deuda total}}{\text{Activo total a valor de mercado}}$$

3.3.2. Variables explicativas de estructura de propiedad

En el capítulo anterior analizamos cómo determinados aspectos de la estructura de propiedad inciden en la estructura de capital de las empresas. Condicionado a la información disponible, en esta investigación consideramos la influencia de la estructura de propiedad sobre el endeudamiento empresarial, a partir del grado de concentración de la misma. No obstante, por su indudable interés, incluiremos también una variable que capte la coalición entre los dos accionistas principales y la posible contestabilidad del segundo accionista.

A. Concentración de la propiedad

La literatura analizada utiliza distintas proxies para captar el grado de concentración de la propiedad. Algunos trabajos lo calculan como el porcentaje de participación del primer accionista (Granado-Peiró y López-Gracia, 2016; Santos *et al.*, 2014; Correira *et al.*, 2011; Da Silveira *et al.*, 2008; López de Foronda *et al.*, 2007). En otros trabajos, también, se corresponde con el porcentaje de propiedad de los cinco a diez primeros accionistas (Haque *et al.*, 2011; Suto, 2003). Finalmente, otros investigadores calculan esta variable a partir de los accionistas con, al menos, el 5% de propiedad (Alqisie, 2014).

Debido a la información disponible, la proxy calculada en nuestro trabajo encaja en el primer grupo y se define como la proporción de acciones del primer accionista (*OWN_1*):

$OWN_1 =$ Porcentaje de participación del primer accionista

Como se ha indicado en el capítulo anterior, esperamos una relación negativa entre el endeudamiento y la concentración de la propiedad. Ello es debido a que las empresas de los países de nuestro estudio se caracterizan por su elevada concentración de la propiedad y esta actúa como un buen mecanismo disciplinador para la gerencia.

B. Coalición entre el primero y segundo accionista

Los accionistas de la empresa pueden formar coaliciones con el objetivo de reforzar y hacer más efectivo el control de la gerencia. Dado que estas coaliciones son factibles, sobre todo, cuando existen grandes inversores, esperamos una relación negativa entre el apalancamiento y la coalición entre los dos primeros accionistas.

La proxy utilizada para medir esta variable se corresponde con la suma de los porcentajes de participación del primero y segundo accionista ($OWN_1 + OWN_2$):

$$OWN_1 + OWN_2 = \text{Porcentaje de participación del primero y segundo accionista}$$

Esta forma de medir la variable ha sido utilizada en otros trabajos como, por ejemplo, Granado-Peiró y López-Gracia (2016), Delgado-García *et al.* (2010) y López de Foronda *et al.* (2007)⁶.

C. Contestabilidad del segundo accionista

A diferencia de la estrategia de coalición, nos planteamos ahora la posibilidad de que la presencia de otros accionistas relevantes, distintos del principal o

⁶ Sin embargo, otros estudios como Santos *et al.* (2014) miden la coalición a través de la suma del segundo y tercer accionista significativo dividido por la suma de la propiedad del primero, segundo y tercer accionista.

mayoritario, puedan contestar las decisiones tomadas por éste, en lugar de buscar colaboraciones estratégicas. El control que ejercen estos accionistas sobre el propietario principal limita su comportamiento discrecional. En consecuencia, cabe esperar una relación positiva entre el apalancamiento de la empresa y la presencia de un segundo accionista significativo con estrategias de contestabilidad.

Para captar el efecto de contestabilidad del segundo accionista sobre el primero, Delgado-García *et al.* (2010) generan una variable equivalente a la diferencia entre la propiedad del primero y segundo accionista dividido por la participación del primer accionista. En nuestro trabajo, siguiendo a Granado-Peiró y López-Gracia (2016) construimos el siguiente término de interacción:

$$\text{OWN}_1 * \text{DOWN}_2 = \text{Porcentaje de participación del primer accionista} * \text{Dummy de participación del segundo accionista}$$

Este término de interacción se define como el producto del porcentaje de propiedad del primer accionista y una variable dicotómica (*DOWN_2*). Esta variable dicotómica toma el valor 1 si el porcentaje de participación del segundo accionista es superior a la media y 0, en caso contrario.

De este modo, la variable de interacción resultante es igual al porcentaje de participación del primer accionista, en aquellas empresas cuyo segundo accionista tiene un porcentaje de participación superior a la media, y es igual a 0 en las empresas con un segundo accionista con un porcentaje de participación inferior a la media.

3.3.3. Variables explicativas relativas al consejo de administración

El consejo de administración es el órgano encargado de controlar a la gerencia pudiendo asumir, también, el papel de asesor de la misma en la toma de decisiones. Como se analizó en el capítulo anterior, un consejo de administración eficaz influye

en la estructura de capital de la empresa. La eficacia del consejo ha sido estudiada en la literatura mediante la consideración de determinados aspectos relacionados con el mismo. De este modo, incluimos en nuestro estudio el tamaño, la independencia y la diversidad del consejo de administración, así como la existencia del comité interno de auditoría y la dualidad Presidencia–CEO.

A. Tamaño del consejo de administración

El tamaño del consejo de administración o número de consejeros incide en la calidad del trabajo que desarrolla. No obstante, como se ha puesto de manifiesto en el capítulo anterior hay discrepancia en cuál debe ser el tamaño óptimo. De este modo, mientras que algunos autores defienden que la calidad del trabajo aumenta con el número de integrantes, otros, por el contrario, consideran que los consejos pequeños son más eficientes. Por consiguiente, esperamos que el tamaño del consejo de administración afecte positiva o negativamente al endeudamiento.

Generalmente, la proxy utilizada para medir esta variable es el logaritmo natural del número total de integrantes del consejo de administración (Granado-Peiró y López-Gracia, 2016; Dasilas y Papasyriopoulos, 2015; Ganiyu y Abiodun, 2012; Butt y Hassan, 2009; Abor, 2007; Anderson *et al.*, 2004; Wen *et al.*, 2002; Berger *et al.*, 1997). En esta línea, calculamos esta variable, a la que denotamos *BOARDSIZE*, del siguiente modo⁷:

$$\text{BOARDSIZE} = \text{Ln}(\text{total de integrantes del consejo de administración})$$

⁷ No obstante, otros autores la definen como el número total de integrantes del consejo (Alqisie, 2014; Uwuigbe *et al.*, 2014; Mande *et al.*, 2012; Ghosh *et al.*, 2011; Abor y Biekpe, 2007; Abbott *et al.*, 2004). Otros, también, como el cociente entre el número total de integrantes del consejo y el logaritmo natural del activo (Anderson *et al.*, 2004).

B. Independencia del consejo de administración

La independencia del consejo hace referencia a la proporción de consejeros externos o no ejecutivos. Como se ha puesto de relieve en el capítulo anterior, en la literatura existe cierta discrepancia sobre la noción de que la labor de control del consejo de administración será más efectiva en la medida en que existan más consejeros independientes de la gerencia. Por ello, esperamos que la independencia del consejo de administración se relacione positiva o negativamente con el endeudamiento.

Algunos de los consejeros externos, denominados “dominicales”, podrían no ser realmente independientes al representar los intereses de algún grupo de accionistas. No obstante, existe una notable dificultad práctica para diferenciar entre ellos y los realmente independientes y, debido a esto, algunos estudios utilizan ambos términos de forma indistinta (Duchin *et al.*, 2010; Ruigrok *et al.*, 2006; Dulewicz y Herbert, 2004). De forma similar, en nuestro trabajo consideramos a todos los consejeros externos como independientes.

Por otro lado, la literatura empírica analizada muestra diversas proxies que tratan de captar el grado de independencia del consejo de administración. Así, la primera de ellas y la más desarrollada, considera la proporción de consejeros independientes en relación con el total de miembros del consejo de administración (Dasilas y Papasyriopoulos, 2015; Alqisie, 2014; Uwuigbe *et al.*, 2014; Ganiyu y Abiodun, 2012; Mande *et al.*, 2012; Ghosh *et al.*, 2011; Butt y Hassan, 2009; Abor y Biekpe, 2007; Abor, 2007; Abbott *et al.*, 2004; Wen *et al.*, 2002; Berger *et al.*, 1997). La segunda se corresponde con el logaritmo natural del número de consejeros independientes (Granado-Peiró y López-Gracia, 2016). Finalmente, Anderson *et al.* (2004), la calculan como el número de consejeros independientes.

En nuestro estudio calculamos el grado de independencia del consejo de administración (*OUTSIDER*) como la proporción entre los consejeros independientes y el total de miembros del consejo de administración.

$$\text{OUTSIDER} = \frac{\text{Número de consejeros independientes}}{\text{Número total de consejeros}}$$

C. Diversidad en el consejo de administración

Aunque el término diversidad puede ser entendido en un sentido más amplio, en nuestro trabajo hace referencia a la característica de género, es decir, a la participación de las mujeres en los consejos de administración. Como se ha razonado en el capítulo anterior, la presencia de mujeres en los consejos de administración incrementa el efecto disciplinador sobre los gerentes y, en consecuencia, esperamos que se relacione inversamente con el endeudamiento.

En algunos trabajos esta variable se calcula como el cociente entre el número de mujeres en el consejo y el total de consejeros (Ntim, 2015; Frias-Aceituno *et al.*, 2013; Mahadeo *et al.*, 2012; Shukeri *et al.*, 2012; Marinova *et al.*, 2010; Gallego-Álvarez *et al.*, 2010; Carter *et al.*, 2010; Roberson y Park, 2007; Smith *et al.*, 2006). Sin embargo, Hillman *et al.* (2007) miden esta variable con una variable dicotómica que toma el valor 1 si hay alguna mujer en el consejo de administración y el valor 0 en caso contrario. Por su parte, en el estudio de García-Sánchez (2010), equivale al número de mujeres en el consejo de administración. Finalmente, Granado-Peiró y López-Gracia (2016), en su estudio sobre la incidencia del gobierno corporativo en el apalancamiento de las empresas, la calculan como el logaritmo natural del número de mujeres en el consejo.

Siguiendo al primer grupo de investigadores señalado, calculamos la variable diversidad del consejo de administración (*FEMALE*) como la proporción de mujeres que ocupan un puesto en el consejo de administración:

$$\text{FEMALE} = \frac{\text{Número de consejeros de género femenino}}{\text{Número total de consejeros}}$$

D. Comité interno de auditoría

En nuestra investigación definimos una variable dummy (*AUDCOM*), que capta la existencia de un comité interno de auditoría con responsabilidad en el control interno de la empresa. Esta variable toma el valor 1 cuando existe dicho comité y el valor 0, en caso contrario (Bronson *et al.*, 2009; Goh, 2009; Karamanou y Vafeas, 2005; Abbott *et al.*, 2004; Klein, 2002; Abbot y Parker, 2000).

$\text{AUDCOM} = 1$ si existe comité interno de auditoria y 0, en caso contrario

Debido a su efecto disciplinador sobre los gerentes, esperamos que la existencia del comité interno de auditoría se relacione negativamente con el endeudamiento.

E. Dualidad Presidencia-CEO

La dualidad Presidencia-CEO alude a que la misma persona ocupa ambas posiciones en la empresa. En este sentido, para captar esta dualidad muchos trabajos definen una variable dicotómica (Dasilas y Papasyriopoulos, 2015; Alqisie, 2014; Uwuigbe *et al.*, 2014; Ganiyu y Abiodun, 2012; García-Sánchez *et al.*, 2012; Mande *et al.*, 2012; Ghosh *et al.*, 2011; Butt y Hassan, 2009; Abor y Biekpe, 2007; Abor, 2007; Kiel y Nicholson, 2003). En esta misma línea, en nuestro trabajo la variable que capta la dualidad Presidencia-CEO (*DUALITY*) se corresponde con una variable dummy que toma el valor 1 si existe tal coincidencia de puestos y el valor 0, en caso contrario:

$\text{DUALITY} = 1$ si los cargos de presidente del consejo y CEO son ocupados por la misma persona y 0, en caso contrario

Como se discutió en el capítulo anterior, la coincidencia de estos dos cargos en una misma persona tiene implicaciones diferentes sobre la estructura de capital de las empresas, dependiendo del enfoque teórico considerado. En consecuencia, esperamos que la dualidad Presidencia-CEO se relacione positiva o negativamente con el apalancamiento.

3.3.4. Otras variables explicativas de gobierno corporativo

Además de las variables señaladas en los epígrafes anteriores, incorporamos dos variables adicionales relacionadas con el gobierno corporativo, que pueden tener incidencia en la estructura de capital de la empresa. Estas variables son la participación gerencial en el capital de la sociedad y la utilización de servicios cualificados de auditoría.

A. Participación gerencial

La participación de la gerencia en el capital de la sociedad permite la alineación de intereses entre la gerencia y los accionistas. La literatura empírica analizada muestra diversas formas de medir esta dimensión del gobierno corporativo. Así, encontramos que la participación gerencial se ha definido como la proporción de capital que posee el CEO (Granado-Peiró y López-Gracia, 2016; Ghosh *et al.*, 2011; Bøhren y Strøm, 2010; Butt y Hassan, 2009; Linck *et al.*, 2008).

Ghosh *et al.* (2011) la definen, también, mediante dos variables dicotómicas en función del porcentaje de participación del CEO. Así, la primera toma el valor 1 si el CEO tiene más del 5% de participación y el valor 0, en caso contrario. La segunda variable, por su parte, toma el valor 1 si el CEO cuenta con, al menos, un 1% de participación en el capital y el valor 0, en caso contrario.

En nuestro trabajo definimos la participación gerencial (OWN_CEO) como el porcentaje de participación del CEO.

OWN_CEO = Porcentaje de participación del CEO en el capital de la sociedad

Como se analizó en el capítulo anterior, la alineación de intereses se produce con reducidos porcentajes de participación de la gerencia. Sin embargo, si la participación es elevada puede conducir a un efecto de atrincheramiento. En consecuencia, la relación esperada con el endeudamiento de la empresa es positiva con reducidos niveles de participación y negativa con elevados niveles de participación. En otras palabras, esperamos una relación no lineal con presencia de un máximo en la función.

Para contrastar esta relación no lineal es necesario introducir en el modelo, también, esta variable al cuadrado (OWN_CEO^2). Si el coeficiente asociado a la variable OWN_CEO^2 es negativo, la participación gerencial indica un efecto decreciente sobre la tasa de endeudamiento, es decir, a medida que la participación gerencial aumenta, un incremento adicional de esta variable provoca un efecto menor en la variable dependiente. Cuando se obtiene este signo en el coeficiente, la función cuadrática tiene una forma parabólica y es posible encontrar un valor OWN_CEO para el cual su efecto indica un máximo sobre la variable dependiente. Para valores inferiores a ese punto, la variable OWN_CEO da lugar a un efecto positivo sobre la variable dependiente y, para valores mayores, a un efecto negativo. Por consiguiente, el signo esperado en la estimación del término cuadrático (OWN_CEO^2) es negativo.

B. Servicios cualificados de auditoría

Por lo general, se asocia una mayor calidad de la auditoría con respecto a las grandes firmas auditoras. Así, la contratación de los servicios de un auditor cualificado *Big*

Four está relacionado con auditoría de alta calidad (Dasilas y Papasyriopoulos, 2015; Dechow *et al.*, 2010; Knechel *et al.*, 2008; Francis, 2004; Krishnan y Schauer, 2000).

En nuestro trabajo, esta variable (*B4*) se define como una variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa contrata los servicios de auditoría con una de las grandes firmas (*Big Four*) y 0, en caso contrario.

$B4 = 1$ si el servicio de auditoría se contrata con una *Big Four* y 0, en caso contrario

Esperamos que la utilización de servicios cualificados de auditoría se relacione negativamente con el endeudamiento por su efecto disciplinador sobre los gerentes.

3.3.5. Variables financieras

La investigación sobre estructura de capital se fundamenta, principalmente, en dos teorías. La primera es la teoría de *pecking order*, de Myers y Majluf (1984), que se apoya en la existencia de información asimétrica entre gerentes e inversores.

La segunda teoría es la teoría de *trade off*, que sostiene que existe una estructura de capital óptima para cada empresa como resultado del equilibrio de los factores positivos y negativos que lo determinan. Este nivel óptimo se logra cuando se igualan el coste marginal con el beneficio marginal asociados a una unidad adicional de deuda (Myers, 1977).

En nuestro estudio, introducimos como variables de control un conjunto de variables financieras, habituales en la literatura, con el fin de captar los posibles efectos sobre la estructura de capital. Estas variables se han seleccionado siguiendo a Frank y Goyal (2009) y Flannery y Rangan (2006).

A. Rentabilidad

La literatura previa identifica la rentabilidad de la empresa como un factor determinante de la estructura de capital. Sin embargo, hay predicciones de signo opuesto con respecto a su impacto sobre el apalancamiento. Desde el punto de vista del problema de *free cash flow* de Jensen (1986), cuando los beneficios de la sociedad aumentan, la deuda constituye un mecanismo disciplinador de los gerentes. Por consiguiente, se espera una relación positiva entre rentabilidad y endeudamiento. La teoría de *trade off* defiende, asimismo, esta relación positiva, argumentando que las empresas altamente rentables pueden beneficiarse del mayor ahorro fiscal asociado a la deuda. No obstante, la teoría de *pecking order* predice el efecto contrario. Desde este enfoque, se concluye que una mayor rentabilidad implica un mayor montante de *cash flow* generado internamente para financiar la inversión prevista y, en consecuencia, una menor necesidad de deuda (Degryse *et al.*, 2012). La relación negativa entre la rentabilidad y el apalancamiento se confirma en los estudios de Mateev *et al.* (2013), Degryse *et al.* (2012), Psillaki y Daskalakis (2009), López-Gracia y Sogorb-Mira (2005), Bevan y Danbolt (2004), Fama y French (2002) y Rajan y Zingales (1995), entre otros.

Definimos la variable rentabilidad (*ROA*) como el cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos y el activo total (Granado-Peiró y López-Gracia, 2016; Dasilas y Papasyriopoulos, 2015; Ganiyu y Abiodun, 2012; Jiraporn *et al.*, 2012; Mande *et al.*, 2012; Ghosh *et al.*, 2011; Haque *et al.*, 2011; Butt y Hassan., 2009; Da Silveira *et al.*, 2008; Abor y Biekpe, 2007; Jiraporn y Gleason, 2007; Abor, 2007; Du y Dai, 2005; Suto, 2003; Wen *et al.*, 2002; Berger *et al.*, 1997).

$$ROA = \frac{BII}{\text{Activo total}}$$

B. Oportunidades de crecimiento

Otro factor importante que afecta a la estructura de capital son las oportunidades de crecimiento con que cuenta la empresa. Myers (1977) sostiene que las empresas con oportunidades de crecimiento tienden a tener una proporción menor de deuda con el fin de evitar el problema de subinversión. Los estudios de López-Gracia y Sogorb- Mira (2005), Jiraporn y Gleason (2007), Fama y French (2002), Graham y Harvey (2001) y Rajan y Zingales (1995) corroboran esta relación negativa entre las oportunidades de crecimiento y el apalancamiento. Sin embargo, según la teoría de *pecking order*, se espera que el apalancamiento esté positivamente relacionado con las oportunidades de crecimiento. Las empresas con oportunidades de crecimiento generan más necesidad de nuevos fondos que las empresas sin crecimiento potencial (Michaelas *et al.*, 1999). Los trabajos de Palacin-Sánchez *et al.* (2013), Degryse *et al.* (2012) y Sogorb-Mira (2005) confirman esta relación positiva entre las oportunidades de crecimiento y el apalancamiento.

Han sido varias las proxies utilizadas en la literatura financiera para captar la idea de oportunidades de inversión. Una de ellas es la que relaciona el valor de mercado de los activos de la empresa con su valor contable (Granado-Peiró y López-Gracia, 2016; Dasilas y Papasyriopoulos, 2015; Jiraporn *et al.*, 2012; Mande *et al.*, 2012; Ghosh *et al.*, 2011; Da Silveira *et al.*, 2008; Jiraporn y Gleason, 2007; Du y Dai, 2005). Esta forma de medir la variable constituye una aproximación a la Q de Tobin y parte de la idea de que las posibilidades de crecimiento futuro de la empresa no están recogidas en los activos del balance de situación de la empresa pero sí están captadas, al menos parcialmente, en el precio de las acciones de la misma. En consecuencia, las empresas con mayores posibilidades de crecimiento serán aquellas que cuenten con altos valores de mercado con relación a sus valores contables.

En otras ocasiones se calcula a partir de la tasa de crecimiento del activo en 3 o 5 años (Haque *et al.*, 2011). Desde esta perspectiva se asume que una alta actividad

inversora en el pasado, por parte de la empresa, se relaciona positivamente con el conjunto de posibilidades de crecimiento de la misma. Finalmente, destacamos el cálculo realizado en los trabajos de Kyereboah-Coleman y Biekpe (2006) y Abor (2007). En ellos, la variable oportunidades de crecimiento se calcula tomando en consideración el crecimiento de las ventas del ejercicio respecto al ejercicio precedente. De este modo, entienden que las empresas que crecieron rápido en el pasado cuentan con mayores oportunidades de crecimiento en el futuro.

Dado que en nuestro trabajo contamos con datos de empresas que cotizan en bolsa, disponemos de un valor de mercado objetivo para ellas y, por tanto, definimos las oportunidades de crecimiento (*GROWTH*) como la relación entre el valor de mercado de los activos de la empresa y su valor contable:

$$GROWTH = \frac{\text{Activo total a valor de mercado}}{\text{Activo total a valor contable}}$$

C. Tangibilidad

Con esta variable pretendemos captar la estructura de los activos de la empresa. La tangibilidad de los activos de una empresa es una cualidad que influye en su estructura de capital. Los activos tangibles pueden ser utilizados como garantía en las operaciones de financiación y, por tanto, se espera que estén positivamente relacionados con la deuda (Degryse *et al.*, 2012). Además, utilizar los activos como garantía reduce los problemas de insolvencia y minimiza el riesgo de crédito. Los trabajos de Michaelas *et al.* (1999), Bevan y Danbolt (2004), Sogorb-Mira (2005) y Mateev *et al.* (2013) confirman esta relación positiva.

En la literatura empírica analizada encontramos diversas proxies para esta variable. La primera de ellas se corresponde con el cociente entre la suma del inmovilizado tangible y las existencias y el valor de los activos de la empresa. Esta proxy ha sido

incorporada en trabajos como el de Granado-Peiró y López-Gracia (2016), Da Silveira *et al.*, (2008), Suto (2003), Wen *et al.*, (2002) y Berger *et al.*, (1997).

Una segunda forma de definir la tangibilidad es mediante el cociente entre el activo fijo y el activo total (Dasilas y Papasyriopoulos, 2015; Jiraporn *et al.*, 2012; Haque *et al.*, 2011; Jiraporn y Gleason, 2007; Du y Dai, 2005).

En nuestro trabajo, definimos la tangibilidad (*TANG*) como el cociente entre la suma del inmovilizado tangible y las existencias y el valor de los activos de la empresa:

$$TANG = \frac{\text{Inmovilizado tangible} + \text{Existencias}}{\text{Activo total}}$$

D. Tamaño de la empresa

Desde la perspectiva de la teoría de *trade off*, Rajan y Zingales (1995) indican que el tamaño de la empresa se relaciona inversamente con los costes de quiebra y la volatilidad de los ingresos y, en consecuencia, predicen una relación positiva entre el tamaño de la empresa y el apalancamiento. Esto es debido al mayor grado de diversificación y menor volatilidad de las grandes empresas (Fama y French 2002). De igual modo, desde el punto de vista de la teoría de *pecking order* también se predice una relación positiva entre el tamaño de la empresa y el apalancamiento. Las grandes empresas se enfrentan a menos problemas de asimetría de información puesto que ponen a disposición de los interesados información de mayor calidad y fiabilidad. Esto facilita el acceso al crédito y disminuye el coste de la deuda en comparación con otras fuentes de financiación (Palacin-Sánchez *et al.*, 2013).

En algunos trabajos la variable tamaño de la empresa ha sido definida como el logaritmo natural del activo total (Granado-Peiró y López-Gracia, 2016; Ganiyu y Abiodun, 2012; Jiraporn *et al.*, 2012; Mande *et al.*, 2012; Haque *et al.*, 2011; Butt y Hassan, 2009; Abor y Biekpe, 2007; Suto, 2003; Wen *et al.*, 2002; Berger *et al.*,

1997). En otros como, por ejemplo, el de Ghosh *et al.* (2011) se define como el logaritmo natural del activo total a valor de mercado. También, Dasilas y Papasyriopoulos (2015) y Du y Dai (2005) definen el tamaño de la empresa a través del logaritmo natural del volumen de negocios.

En nuestro trabajo, hemos optado por definir el tamaño de la empresa (*SIZE*) como el logaritmo natural del activo total:

$$SIZE = \text{Ln} (\text{activo total})$$

E. Endeudamiento del sector

De acuerdo con Frank y Goyal (2009), la tasa de apalancamiento muestra una variación significativa entre los sectores. Una posible explicación de esta evidencia es que los gerentes utilizan la media del apalancamiento del sector como un punto de referencia cuando toman decisiones relacionadas con el endeudamiento de su propia empresa (Flannery y Rangan, 2006; Faccio y Masulis, 2005; Hovakimian *et al.*, 2001; Hull, 1999; Gilson, 1997). En este sentido, Hovakimian *et al.* (2001) proporcionan evidencia consistente con que las firmas ajustan activamente sus ratios de deuda a la media del sector. Otra posible explicación es que los efectos del sector reflejan un conjunto de factores correlacionados entre sí, pero omitidos, que afectarían a las decisiones de financiación. La evidencia empírica indica comúnmente una relación positiva entre esta variable y la tasa de apalancamiento de la empresa.

Siguiendo a Granado-Peiró y López-Gracia (2016), Frias-Aceituno *et al.* (2013) y Judge *et al.* (2010), hemos definido la variable endeudamiento del sector (*INDUSTLEV*) que calculamos como la media del endeudamiento a valor de mercado para cada año y sector industrial considerado.

INDUSTLEV = Media del endeudamiento a valor de mercado (por sector industrial y año)

La tabla 3.7 siguiente recoge todas las variables consideradas en nuestro trabajo (variables dependiente y explicativas). En ella se incluye la definición de cada una de ellas, su notación y la relación esperada con la tasa de endeudamiento (variable dependiente).

Tabla 3.7 Definición de las variables y relación esperada

Variable	Notación	Definición	Signo esperado
Tasa de endeudamiento	LEV	$\frac{\text{Deuda total}}{\text{Activo total a valor de mercado}}$	
Concentración de la propiedad	OWN_1	Porcentaje de participación del primer accionista	(-)
Coalición de los mayoritarios	OWN_1 + OWN_2	Porcentaje de participación del primero y segundo accionista	(-)
Tamaño del CA	BOARDSIZE	Ln (total de integrantes del consejo de administración)	(+/-)
Independencia del CA	OUTSIDER	$\frac{\text{Número de consejeros independientes}}{\text{Número total de consejeros}}$	(+/-)
Diversidad en el CA	FEMALE	$\frac{\text{Número de consejeros de género femenino}}{\text{Número total de consejeros}}$	(-)
Comité interno de auditoría	AUDCOM	1 si existe comité interno de auditoría y 0, en caso contrario	(-)
Dualidad Presidencia- CEO	DUALITY	1 si los cargos de presidente del consejo y CEO son ocupados por la misma persona y 0, en caso contrario	(+/-)
Participación gerencial	OWN_CEO	Porcentaje de participación del CEO en el capital de la sociedad	(+/-)
Participación gerencial	OWN_CEO ²	Porcentaje de participación del CEO en el capital de la sociedad al cuadrado	(-)
Servicios cualificados de auditoría	B4	1 si el servicio de auditoría se contrata con una Big Four y 0, en caso contrario	(-)
Rentabilidad	ROA	$\frac{\text{BAII}}{\text{Activo total}}$	(+/-)
Oportunidades de crecimiento	GROWTH	$\frac{\text{Activo total a valor de mercado}}{\text{Activo total a valor contable}}$	(+/-)
Tangibilidad	TANG	$\frac{\text{Inmovilizado tangible} + \text{Existencias}}{\text{Activo total}}$	+
Tamaño de la empresa	SIZE	Ln (activo total)	+
Endeudamiento del sector	INDUSTLEV	Media del endeudamiento a valor de mercado (por sector industrial y por año)	+

3.4. Análisis descriptivo

En la tabla 3.8 se presentan los principales estadísticos que describen las variables consideradas en el análisis empírico. En la misma se incluye información desglosada por país y de forma global. Con el fin de reducir los problemas de heterocedasticidad por la posible presencia de valores extremos o *outliers*, todas las variables se han winsorizado al 1% (esto es, 0,5% en cada cola de la distribución).

Tabla 3.8 Estadísticos descriptivos de las variables

Variables	Observ.	Media	Desv. Típica	Mínimo	1er Cuartil	Mediana	3er cuartil	Máximo	
LEV	Global	2827	0,473	0,237	0,1	0,276	0,453	0,652	0,944
	Brasil	1368	0,520	0,252	0,1	0,312	0,521	0,719	0,944
	Chile	865	0,435	0,201	0,118	0,275	0,426	0,586	0,823
	México	594	0,421	0,227	0,112	0,236	0,365	0,607	0,866
OWN_1	Global	494	0,492	0,253	0,102	0,282	0,486	0,634	1
	Brasil	255	0,492	0,257	0,136	0,282	0,469	0,631	1
	Chile	140	0,517	0,26	0,144	0,303	0,502	0,654	0,995
	México	99	0,458	0,228	0,102	0,245	0,479	0,635	0,832
OWN_2	Global	475	0,144	0,096	0	0,071	0,123	0,207	0,347
	Brasil	245	0,148	0,099	0	0,072	0,13	0,216	0,347
	Chile	137	0,135	0,092	0,001	0,07	0,12	0,202	0,315
	México	93	0,144	0,093	0,026	0,074	0,12	0,209	0,332
BOARDSIZE	Global	534	1,99	0,374	1,099	1,792	1,946	2,197	2,996
	Brasil	273	1,887	0,353	1,099	1,609	1,946	2,197	2,89
	Chile	150	1,904	0,243	1,099	1,792	1,946	1,946	2,639
	México	111	2,363	0,338	1,609	2,079	2,398	2,565	2,996
OUTSIDER	Global	534	0,203	0,214	0	0	0,143	0,333	1
	Brasil	273	0,170	0,201	0	0	0,143	0,286	1
	Chile	150	0,084	0,108	0	0	0	0,143	0,429
	México	111	0,444	0,159	0,105	0,333	0,429	0,571	0,857
FEMALE	Global	534	0,063	0,107	0	0	0	0,111	0,667
	Brasil	273	0,075	0,123	0	0	0	0,125	0,667
	Chile	150	0,053	0,093	0	0	0	0,143	0,333
	México	111	0,047	0,076	0	0	0	0,091	0,385
AUDCOM	Global	534	0,633	0,482	0	0	1	1	1
	Brasil	273	0,575	0,495	0	0	1	1	1
	Chile	150	0,467	0,501	0	0	0	1	1
	México	111	1	0	1	1	1	1	1
DUALITY	Global	534	0,105	0,307	0	0	0	0	1
	Brasil	273	0,07	0,255	0	0	0	0	1
	Chile	150	0,007	0,082	0	0	0	0	1
	México	111	0,324	0,470	0	0	0	1	1
OWN_CEO	Global	497	0,013	0,056	0	0	0	0	0,373
	Brasil	255	0,006	0,021	0	0	0	0	0,089
	Chile	141	0	0	0	0	0	0	0
	México	101	0,052	0,112	0	0	0	0,01	0,373

continúa

continuación

Variables	Observ.	Media	Desv. Típica	Mínimo	1er Cuartil	Mediana	3er cuartil	Máximo	
B4	Global	534	0,873	0,334	0	1	1	1	
	Brasil	273	0,846	0,361	0	1	1	1	
	Chile	150	0,887	0,318	0	1	1	1	
	México	111	0,919	0,274	0	1	1	1	
ROA	Global	4.025	0,073	0,065	-0,056	0,031	0,067	0,112	0,221
	Brasil	1.968	0,069	0,067	-0,056	0,026	0,065	0,112	0,206
	Chile	1.179	0,071	0,063	-0,044	0,033	0,065	0,106	0,216
	México	878	0,083	0,061	-0,013	0,039	0,074	0,121	0,221
GROWTH	Global	2.853	1,296	0,616	0,558	0,877	1,105	1,566	3,229
	Brasil	1.382	1,3	0,69	0,558	0,85	1,076	1,521	3,229
	Chile	865	1,246	0,503	0,584	0,885	1,108	1,516	2,485
	México	606	1,358	0,577	0,639	0,908	1,18	1,744	2,694
TANG	Global	3.996	0,442	0,238	0,006	0,273	0,477	0,635	0,838
	Brasil	1.951	0,373	0,229	0,006	0,193	0,391	0,554	0,748
	Chile	1.179	0,515	0,225	0,012	0,374	0,55	0,69	0,838
	México	866	0,499	0,228	0,035	0,354	0,551	0,677	0,804
SIZE	Global	4.025	13,637	1,591	9,979	12,521	13,644	14,754	16,577
	Brasil	1.968	13,863	1,463	11,405	12,714	13,77	14,883	16,567
	Chile	1.179	12,989	1,681	9,979	11,768	12,982	14,199	16,107
	México	878	13,999	1,485	11,194	12,929	14,109	14,974	16,577
INDUSTLEV	Global	4.890	0,46	0,106	0,213	0,392	0,465	0,539	0,647
	Brasil	2.494	0,497	0,115	0,213	0,458	0,529	0,584	0,647
	Chile	1.394	0,429	0,07	0,307	0,377	0,431	0,473	0,588
	México	1.002	0,411	0,088	0,227	0,362	0,418	0,471	0,545

Todas las variables están definidas en la tabla 3.7

Adicionalmente, con el fin de apreciar con mayor claridad la información relativa a las variables dicotómicas, presentamos la tabla 3.9 siguiente.

Tabla 3.9 Tabla de frecuencias de las variables dicotómicas

Variables	Países	Valor 0	Porcentaje	Valor 1	Porcentaje
AUDCOM	Brasil	116	42,49	157	57,51
	Chile	80	53,33	70	46,67
	México	0	0	111	100
	Global	196	36,70	338	63,30
B4	Brasil	42	15,38	231	84,62
	Chile	17	11,33	133	88,67
	México	9	8,11	102	91,89
	Global	68	12,73	466	87,27
DUALITY	Brasil	254	93,04	19	6,96
	Chile	149	99,33	1	0,67
	México	75	67,57	36	32,43
	Global	478	89,51	56	10,49

Las variables están definidas en la tabla 3.7

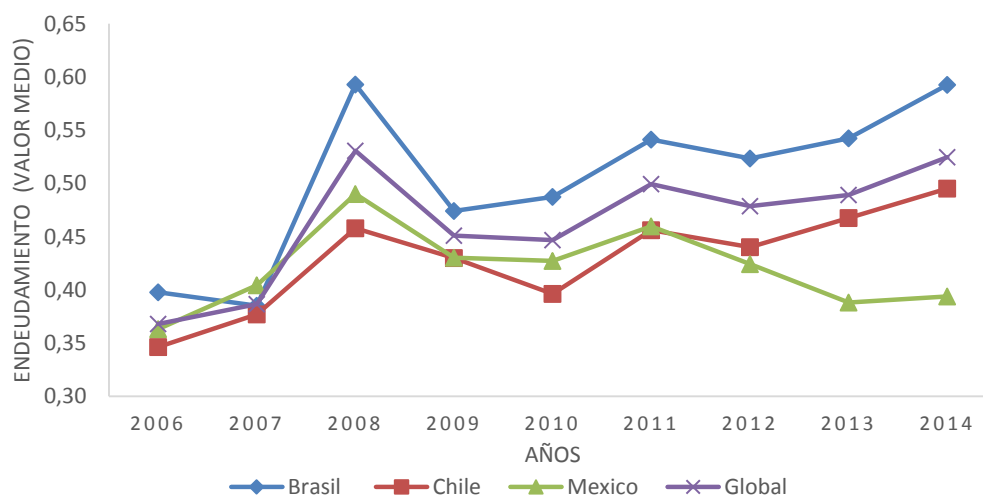
La tasa de apalancamiento (*LEV*) presenta un valor medio del 47,3%. En cuanto a los países considerados individualmente, Brasil presenta un nivel de endeudamiento superior al resto de países (52%). En el caso de Chile, la media del endeudamiento es 43,5% y en México este porcentaje asciende a 42,1%.

La tabla 3.10 y la figura 3.2 nos permiten observar el comportamiento del apalancamiento para cada uno de los países durante el periodo de estudio (2006-2014). Asimismo, también ofrece la información agregada.

Tabla 3.10 Tasa de endeudamiento por países y años

Año	Brasil	Chile	México	Global
2006	0,3978	0,3463	0,3632	0,3681
2007	0,3851	0,3771	0,4044	0,3865
2008	0,5927	0,4579	0,4901	0,5306
2009	0,4740	0,4299	0,4302	0,4509
2010	0,4875	0,3963	0,4273	0,4468
2011	0,5411	0,4562	0,4596	0,4994
2012	0,5235	0,4402	0,4243	0,4787
2013	0,5423	0,4675	0,3881	0,4890
2014	0,5927	0,4952	0,3939	0,5247

Figura 3.2 Evolución de la tasa de endeudamiento por países



Como se observa en la figura 3.2, el endeudamiento, medido a valor de mercado, sigue una tendencia creciente en el periodo de estudio (2006-2014) cuando se observa de forma global, y también individualmente, para cada uno de los países. Esta tendencia creciente se ha manifestado con claridad para Brasil y Chile y ha sido más leve en el caso de México. Además, puede observarse que las empresas brasileñas son las más endeudadas en la mayoría de los años.

Con respecto a las variables de estructura de propiedad, observamos que el porcentaje medio de participación del primer accionista es del 49,2%. Asimismo, la participación del segundo accionista presenta una media del 14,4%. Estos valores sugieren que la estructura de propiedad que caracteriza a los países en estudio está bastante concentrada. El análisis por países revela que el valor medio de participación del primer accionista es del 49,2% para Brasil, del 51,7% para Chile y del 45,8% para México. Por su parte, el porcentaje de participación en el capital del segundo accionista, por término medio, es del 14,8% para Brasil, del 13,5 % para Chile y del 14,4% para México.

En relación con las variables de gobierno corporativo, el tamaño del consejo presenta un valor medio de 7 consejeros (considerando los valores de nivel, esto es, antes de la transformación logarítmica). Su variabilidad es notable, oscilando entre un valor mínimo de 3 y un valor máximo de 20 consejeros. Desde una perspectiva individual, el tamaño del consejo para Brasil y Chile es por término medio de 7 consejeros mientras que para México es de 11.

En cuanto a la independencia del consejo de administración, su valor medio gira en torno al 20,3%. Esta variable presenta una media del 44,4% para México, de un 17% para Brasil y solo del 8,4% para Chile.

La diversidad del consejo de administración, medida a través de la participación de mujeres en el consejo, toma un valor medio del 6,3%. Estas cifras reflejan la actual precariedad de la presencia de las mujeres en los consejos de administración en

empresas latinoamericanas. Esto puede deberse a que las recomendaciones de inclusión son recientes y solo en los últimos años las empresas han comenzado a considerarlas.

Resulta destacable, también, considerando los datos de forma global, que el 63,3% de las empresas cuenten con un comité interno de auditoría y el 87,3% sean auditadas por una empresa de las denominadas “Big 4”. Por lo que respecta a la dualidad en los puestos de presidente y director general, dicha situación se cumple en un 10,5% de los casos. Con relación a estos aspectos, el 100% de empresas mexicanas cuenta con un comité interno de auditoría mientras que el 57,5% de empresas brasileñas dispone de este comité y solo el 46,7% en el caso de las empresas chilenas. Además, la gran mayoría de las empresas contrata servicios cualificados de auditoría. Esto puede confirmarse con los elevados porcentajes observados. Así, el 91,9 % de empresas mexicanas cuenta con estos servicios, seguido del 88,7% de empresas chilenas y del 84,6% de empresas brasileñas. La presencia de dualidad Presidencia-CEO se produce en el 32,4% de las empresas mexicanas, el 7% de las empresas brasileñas y solo el 0,7% de las empresas chilenas.

Finalmente, la participación del CEO en la propiedad es por término medio de 1,3% con un valor mínimo de 0 y un valor máximo de 37,3%.

Por último, la tabla 3.11 presenta la matriz de correlaciones para todas las variables incluidas en el análisis empírico. Además, se incorpora un análisis del factor de inflación de la varianza, con el fin de observar potenciales problemas de multicolinealidad.

La tabla muestra que existe una asociación significativa entre un buen número de variables analizadas. No obstante, los valores reducidos del análisis de inflación de la varianza (VIF) sugieren la inexistencia de colinealidad significativa entre las variables explicativas consideradas en el análisis.

Tabla 3.11 Matriz de correlaciones y análisis VIF

	LEV	OWN_1	BOARDSIZE	OUTSIDER	FEMALE	AUDCOM	DUALITY	B4	OWN_CEO	ROA	GROWTH	TANG	SIZE	INDUSTLEV
LEV	1,00													
OWN_1	-0,106 ***	1,00												
BORDSIZE	-0,200 ***	-0,184 ***	1,00											
OUTSIDER	-0,112 ***	-0,212 ***	0,404 ***	1,00										
FEMALE	-0,070 ***	0,012 ***	-0,063 ***	-0,107 ***	1,00									
AUDCOM	-0,141 ***	-0,266 ***	0,461 ***	0,724 ***	-0,091 ***	1,00								
DUALITY	-0,075 ***	-0,061 ***	0,146 ***	0,271 ***	0,047 ***	0,159 ***	1,00							
B4	-0,158 ***	0,010 ***	0,159 ***	0,130 ***	-0,081 ***	0,140 ***	-0,016 ***	1,00						
OWN_CEO	-0,057 ***	-0,107 ***	0,184 ***	0,282 ***	0,052 ***	0,137 ***	0,344 ***	0,047 ***	1,00					
ROA	-0,402 ***	-0,003 ***	0,197 ***	0,103 ***	0,032 ***	0,119 ***	0,018 ***	0,132 ***	0,031 ***	1,00				
GROWTH	-0,650 ***	0,032 ***	0,167 ***	0,171 ***	0,073 ***	0,161 ***	0,406 ***	0,166 ***	0,090 ***	0,448 ***	1,00			
TANG	0,064 ***	0,038 ***	0,107 ***	0,022 ***	0,033 ***	0,046 ***	0,048 ***	0,036 ***	0,078 ***	0,030 ***	-0,083 ***	1,00		
SIZE	0,061 ***	-0,006	0,421 ***	0,290 ***	-0,035	0,342 ***	-0,020	0,300 ***	0,043	0,161 ***	0,080 ***	-0,004	1,00	
INDUSTLEV	0,429 ***	-0,087 *	-0,231 ***	-0,196 ***	0,075 *	-0,067	-0,145 ***	-0,092 **	-0,208 ***	-0,125 ***	-0,336 ***	-0,106 ***	0,066 ***	1,00
VIF		1,04	1,45	1,45	1,02	1,99	1,17	1,16	1,14	1,49	1,48	1,05	1,53	1,09

Todas las variables están definidas en la tabla 3.7

VIF es análisis de inflación de la varianza.

Las variables continuas se han winsorizado al 1% (0,5% en cada cola)

*, **, ***, indican significancia estadística al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

CAPÍTULO 4
ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN
DE LOS RESULTADOS

4.1. Introducción

Con la finalidad de contrastar las hipótesis descritas en el capítulo 2, hemos diseñado un modelo base - que incluye las variables financieras - y un modelo ampliado, al que se incorporan las variables de gobierno corporativo. En ambos modelos tratamos de explicar el comportamiento de nuestra variable objeto de estudio, esto es, la tasa de apalancamiento o estructura de capital de las empresas. El modelo base tiene su origen en el análisis de la estructura de capital de las empresas bajo los postulados de las teorías contrastadas habitualmente. En este modelo, las variables explicativas seleccionadas son la rentabilidad, las oportunidades de crecimiento, el tamaño de la empresa, la tangibilidad de los activos y el apalancamiento medio del sector (Frank y Goyal, 2009; Flannery y Rangan, 2006).

Por su parte, el modelo ampliado considera las variables explicativas de gobierno corporativo que se derivan de dos factores clave del gobierno corporativo como son la estructura de propiedad y el consejo de administración. Todas las variables mencionadas, dependiente y explicativas, fueron analizadas en los capítulos 2 y 3 anteriores.

Para la estimación del modelo base se ha utilizado la metodología de datos de panel. La estimación con datos de panel presenta ciertas ventajas frente a la estimación con datos de corte transversal. Una de las principales ventajas reside en que esta metodología permite controlar los efectos inobservables, específicos de las empresas, y los efectos temporales, comunes a todas ellas.

En el caso del modelo ampliado, se ha utilizado la metodología de datos de corte transversal debido a la restricción de información referente al gobierno corporativo. Esta limitación se justifica por la escasa o nula variabilidad en el tiempo de la información de la estructura de propiedad y del consejo de administración.

Presentamos, a continuación, los resultados obtenidos en nuestra investigación para cada uno de los modelos.

4.2. Metodología econométrica

Con la finalidad de contrastar las hipótesis formuladas en el capítulo 2, planteamos en primer lugar un modelo base en el que incorporamos las variables financieras (definidas en el capítulo 3) que determinan la estructura de capital de las empresas. Posteriormente, diseñamos un modelo ampliado que considera, aparte de las variables financieras, las variables de gobierno corporativo (estructura de propiedad, consejo de administración y otras) cuya influencia sobre la estructura de capital ya fue analizada, igualmente, en el capítulo 2.

La disponibilidad de datos nos ha conducido a aplicar distintos métodos de regresión. Para la estimación del modelo base se ha utilizado la metodología de datos de panel, al disponer de datos longitudinales. En el caso del modelo ampliado, sin embargo, al carecer de dichos datos, se han aplicado MCO en un modelo de corte transversal. Esta limitación viene impuesta por la escasa variabilidad que presentan los datos de gobierno corporativo de las empresas a lo largo del tiempo, como ya se indicó.

4.2.1 Metodología de panel

Como ya ha sido señalado, esta metodología será aplicada a un modelo base en el que se incorporan exclusivamente las variables financieras definidas en el capítulo 3.

Los datos de panel o longitudinales son un conjunto de datos de individuos (empresas o entidades, por ejemplo) de los que se dispone de información a lo largo

del tiempo. Por lo tanto, combinan información de corte transversal y de serie temporal.

El estudio de datos de panel presenta ciertas ventajas. En primer lugar, incrementa de forma considerable el tamaño de la muestra al combinar series de tiempo de las observaciones transversales (empresas). En consecuencia, se obtiene más variabilidad (transversal y temporal), menos colinealidad entre variables, más grados de libertad y una mayor eficiencia en las estimaciones. Además, permite capturar los efectos individuales o factores no observables (también, heterogeneidad no observable) de las empresas objeto de estudio, que afectan a la variable dependiente, y controlar por efectos temporales. Estos efectos individuales son constantes a lo largo del tiempo y son propios de cada empresa, no existiendo correlación entre ellos.

De manera genérica, un modelo de datos de panel puede especificarse de la siguiente forma:

$$y_{it} = \beta x_{it} + \eta_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \quad i=1, \dots, N, \quad t=1 \dots T \quad [1]$$

Donde y_{it} es la variable dependiente o coeficiente de endeudamiento en la que los subíndices i y t hacen referencia al agente económico (empresa) y al instante de tiempo, respectivamente; x_{it} es un vector de variables explicativas (en este caso, financieras) del modelo; β es el vector de parámetros asociados a las variables y que se han de estimar; η_i recoge el efecto individual que se considera constante a lo largo del tiempo y específico para cada empresa del panel; η_t es una variable dummy temporal, común por tanto para todas las empresas en cada uno de los periodos, pero que varía a lo largo del tiempo y ε_{it} , por último, es el residuo o término de perturbación aleatoria que se asume serialmente incorrelacionado, con media cero y varianza constante (esto es, independiente e idénticamente distribuido o iid).

El procedimiento adecuado de estimación en caso de correlación entre las variables explicativas y los efectos individuales es el de la transformación *intragrupos* o estimador de efectos fijos. En el supuesto de incorrelación, el método más conveniente es el de efectos aleatorios. El estimador *intragrupos* es insesgado bajo el supuesto de exogeneidad estricta de las variables explicativas. Para ello, se requiere que el error ε_{it} esté incorrelacionado con cada una de las variables explicativas x_{it} en todos los periodos.

La elección entre el método de efectos fijos y el método de efectos aleatorios depende de la existencia o no de correlación entre los efectos individuales y las variables explicativas. El test de Hausman (1978) contrasta si existe dicha correlación mediante la comparación de las estimaciones que resultan de ambos métodos, bajo la hipótesis nula de que los efectos individuales y las variables explicativas no presentan correlación. Si se rechaza la hipótesis nula $H_0: \text{Corr}(\eta_i, x_{it}) = 0$, la aplicación de la transformación *intragrupos* es la adecuada, permitiendo obtener un estimador consistente de β . Si, por el contrario, se acepta dicha hipótesis de incorrelación, puede obtenerse un estimador más eficiente que el de efectos fijos a través del método de efectos aleatorios, esto es, mediante una transformación de Mínimos Cuadrados Generalizados (MCG) a partir de las varianzas de los efectos individuales y de los residuos.

4.2.2 Metodología de corte transversal

Como ya se adelantó, la carencia de datos longitudinales en las variables de gobierno corporativo nos obliga a recurrir a la metodología de corte transversal para estimar el modelo ampliado. Esto es, aplicaremos MCO a un pool de datos en un modelo ampliado que combina variables financieras y de gobierno corporativo.

De manera genérica, un modelo de regresión con datos de corte transversal puede especificarse de la siguiente forma:

$$y_i = \beta x_i + \varepsilon_i \quad i=1, \dots, N \quad [2]$$

Donde y_i es la variable dependiente (coeficiente de endeudamiento) en la que el subíndice i hace referencia al agente económico (empresa), x_i es un vector que contiene las variables explicativas (en este caso, financieras y de gobierno corporativo) del modelo, β es el vector de parámetros que se ha de estimar, y ε_i es el residuo o término de perturbación aleatoria.

4.3. Factores financieros y estructura de capital

Siguiendo a Frank y Goyal (2009) y Flannery y Rangan (2006), hemos incorporado en el modelo base (ecuación [1]) las variables financieras que fueron ya definidas en el capítulo 3. La estimación con metodología de panel se realiza para el periodo 2006-2014, para el cual disponemos de los datos longitudinales necesarios. El test de Hausman analiza, previamente, la conveniencia de estimar con efectos fijos o con efectos aleatorios. Los resultados de estimación se presentan resumidos en la tabla 4.1.

Tabla 4.1 Estimación modelo base

Modelo: $y_{it} = \beta x_{it} + \eta_i + \eta_t + \varepsilon_{it}$ [1]

VARIABLES Explicativas	Signo Esperado	Global	Brasil	Chile	México
<i>ROA</i>	(+/-)	-0.17634*** [-4.243]	-0.12473** [-2.006]	-0.19780*** [-2.906]	-0.20554** [-1.983]
<i>GROWTH</i>	(+/-)	-0.17193*** [-29.049]	-0.17692*** [-20.890]	-0.16912*** [-14.779]	-0.17695*** [-14.504]
<i>TANG</i>	(+)	0.05249*** [3.315]	0.02398 [1.058]	0.11798*** [4.115]	0.03491 [0.993]
<i>SIZE</i>	(+)	0.06393*** [11.294]	0.05795*** [6.423]	0.08756*** [9.339]	0.06535*** [4.865]
<i>INDUSTLEV</i>	(+)	0.50526*** [13.087]	0.42714*** [5.820]	0.52166*** [5.571]	0.62045*** [8.954]
R^2 within		0.523	0.557	0.468	0.578
Test de Wald F		204.77 [0.000]	110.24 [0.000]	49.34 [0.000]	51.97 [0.0000]
Test de Hausman X^2		92.91 [0.0000]	44.82 [0.0000]	208.89 [0.0000]	25.41 [0.0130]
<i>Empresas</i>		423	213	122	88
<i>Observaciones</i>		2827	1368	865	594

La variable dependiente, *LEV*, es el cociente de la deuda total y el total del activo a valor de mercado. *ROA*, es la rentabilidad del activo. *GROWTH*, las oportunidades de crecimiento. *TANG*, la tangibilidad del activo. *SIZE*, el tamaño de la empresa. *INDUSTLEV*, la media del endeudamiento del sector. Los valores entre paréntesis se refieren al valor del estadístico t . Todas las regresiones se han obtenido en su versión robusta e incluyen dummies temporales (omitidas en la tabla).

El estadístico F contrasta la significatividad conjunta de todos los coeficientes.

El test de Hausman verifica el estimador de efectos fijos o *intragrupos* frente al de efectos aleatorios.

***, **, * Indican que el coeficiente es significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

La tabla 4.1 presenta los resultados de estimación robusta global y específica de cada país. Todas las estimaciones están adecuadamente validadas en su conjunto, de acuerdo con el test F , con un R^2 within superior al 46% en todos los casos. Ello significa que el modelo se ajusta bien a los datos y que aún queda espacio para incorporar variables adicionales. El test de Hausman señala una significativa correlación entre los efectos individuales y las variables explicativas y, de ahí, la conveniencia de estimar con efectos fijos.

En cuanto a la significatividad de las variables financieras incluidas en el modelo base, los resultados indican con claridad el cumplimiento de las hipótesis habituales

en torno a ellas. La variable de rentabilidad del activo, *ROA*, presenta un signo esperado negativo y altamente significativo en todos los casos. Confirma, por tanto, el supuesto de la teoría de *pecking order* que indica que la empresa utiliza con preferencia sus recursos generados internamente, en lugar de recurrir a la financiación con deuda. Estos resultados son conformes a los obtenidos por Jiraporn *et al.* (2012), Ghosh *et al.* (2011), Butt y Hassan (2009), Da Silveira *et al.* (2008), Wen *et al.* (2002) y Berger *et al.* (1997).

El segundo supuesto que tratamos de verificar sugiere una incidencia negativa de las oportunidades de crecimiento, *GROWTH*, sobre el endeudamiento, debido a la relación de agencia entre accionistas y acreedores financieros (problema de subinversión de la teoría de *trade off*). Los resultados confirman dicho supuesto, con unos valores de estimación de los coeficientes fuertemente significativos en todos los casos, global (primera columna) y por países. Estos resultados están en línea con los obtenidos por Jiraporn *et al.* (2012), Ghosh *et al.* (2011), Da Silveira *et al.* (2008) y Jiraporn y Gleason (2007).

La tercera relación contrastada corresponde a la tangibilidad del activo, *TANG*. Con respecto a esta variable, la literatura señala un efecto positivo con el apalancamiento. Ello es debido a la confianza que otorga a los acreedores una empresa con un elevado grado de tangibilidad de sus activos. Cuanto mayor es el valor de esta garantía de los activos de una empresa, mayor será la probabilidad para recuperar la inversión por parte de los acreedores, en caso de incumplimiento. El signo del coeficiente estimado de esta variable es positivo y significativo para de las estimaciones global y de Chile. En los casos de Brasil y México, sin embargo, no es significativo. Estos resultados son semejantes a los obtenidos por Da Silveira *et al.* (2008).

El cuarto postulado propone una relación positiva entre la tasa de endeudamiento y el tamaño de la empresa, *SIZE*. Cuanto mayor sea el tamaño de una empresa, mayor será su nivel de diversificación y control del mercado y menor el impacto de

posibles asimetrías informativas contribuyendo a una mayor capacidad de endeudamiento. Los resultados de estimación señalados en la tabla 4.1 confirman en todos los casos, global y por países, una fuerte significación, con efecto positivo, de los coeficientes asociados a la variable *SIZE*. Se confirma, igualmente, por tanto, la relación señalada del tamaño de la empresa con el endeudamiento. Los resultados obtenidos están en línea con los de Jiraporn *et al.* (2012), Haque *et al.* (2011), Butt y Hassan (2009), Da Silveira *et al.* (2008), Jiraporn y Gleason (2007), y Berger *et al.* (1997).

El quinto y último supuesto del modelo base, propone una relación positiva entre el endeudamiento del sector, *INDUSTLEV*, y el de la empresa perteneciente a ese sector. Las estimaciones han producido coeficientes fuertemente significativos y con el signo positivo esperado, tanto para la regresión global como para la de los países individualmente considerados. La evidencia empírica en la literatura indica resultados similares y respalda nuestras estimaciones como, por ejemplo, los obtenidos por Frank y Goyal (2009) y Flannery y Rangan (2006).

4.4. Gobierno corporativo y estructura de capital

En esta sección, abordamos el estudio de las variables de gobierno corporativo que ejercen un efecto sobre la estructura de capital y que fueron descritas en el capítulo anterior. Asimismo, las correspondientes hipótesis fueron discutidas en el capítulo 2. Estas variables de gobierno corporativo han sido agrupadas en tres bloques: (i) estructura de propiedad, (ii) consejo de administración y (iii) otros factores de gobierno corporativo.

Para contrastar las hipótesis formuladas, nos apoyamos en un modelo de corte transversal en el que aplicaremos MCO y en el que incorporamos las variables financieras y las variables de gobierno corporativo (modelo ampliado).

Las variables de gobierno corporativo se irán introduciendo una a una en el modelo base y, finalmente, se regresará el modelo de forma global, esto es, incorporando las variables de forma simultánea y todas a la vez.

4.4.1. Estructura de propiedad

En el capítulo 2 se discutió el efecto de la concentración de la propiedad de la empresa sobre la estructura de capital y, de forma particular, se analizaron la propiedad del primer accionista, la del primero y segundo accionistas mayoritarios en coalición y la posible contestabilidad del segundo accionista mayoritario al accionista último o controlador. A continuación, son desarrollados dichos escenarios.

A. Participación del primer accionista

El papel de la concentración de la propiedad, en la determinación de la estructura de capital de la empresa, fue ya analizado en el capítulo 2. La concentración se ha expresado, en esta investigación, en términos de la participación del primer accionista en el capital, variable *OWN_1*. Incluimos, ahora, esta variable en un modelo ampliado junto al resto de variables financieras, que actúan como variables de control. Por tanto, nuestro énfasis en este nuevo modelo se centra en el coeficiente estimado de la variable *OWN_1*. Como fue señalado anteriormente, la regresión de este modelo ampliado, en cualquiera de sus especificaciones, se realiza con el estimador de MCO sobre un pool de datos, financieros y de gobierno corporativo. Los resultados de la estimación del modelo se presentan resumidos en la tabla 4.2.

Tabla 4.2 Estructura de propiedad. Primer accionista

Modelo: $y_i = \beta x_i + \varepsilon_i$ [2]

Variables Explicativas	Signo Esperado	Global	Brasil	Chile	México
<i>ROA</i>	(+/-)	-0.84417*** [-4.249]	-0.83750*** [-2.945]	-0.74983** [-2.127]	-0.85006** [-2.085]
<i>GROWTH</i>	(+/-)	-0.20410*** [-12.305]	-0.21471*** [-9.566]	-0.20903*** [-6.306]	-0.21649*** [-6.370]
<i>TANG</i>	(+)	0.08190** [2.135]	0.13199** [2.277]	0.13562* [1.691]	0.07212 [0.930]
<i>SIZE</i>	(+)	0.02308*** [4.201]	0.01771* [1.878]	0.02593*** [3.300]	0.01394 [1.291]
<i>INDUSTLEV</i>	(+)	0.69149*** [7.158]	0.30245 [1.562]	0.71841** [2.362]	0.81085** [2.568]
<i>OWN_1</i>	(-)	-0.10490*** [-2.596]	-0.02823 [-0.421]	-0.15088** [-2.383]	-0.11261 [-1.390]
R^2 ajustado		0.539	0.531	0.438	0.577
Estadístico <i>F</i>		77.11 [0.0000]	55.27 [0.0000]	17.50 [0.0000]	23.98 [0.0000]
Observaciones		378	193	106	79

La variable *LEV* es el cociente de la deuda total y el total del activo a valor de mercado. *OWN_1*, es el porcentaje de participación del primer accionista. *ROA*, es la rentabilidad. *GROWTH*, las oportunidades de crecimiento. *TANG*, la tangibilidad de los activos. *SIZE*, el tamaño de la empresa. *INDUSTLEV*, la media del endeudamiento del sector. Los valores entre paréntesis se refieren al valor del estadístico *t*. Todas las estimaciones fueron hechas a través del método de Mínimos Cuadrados Ordinarios, opción robusta.

El estadístico *F* contrasta la significatividad conjunta de todos los coeficientes.

***, **, * Indican que el coeficiente es significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

La tabla 4.2 presenta los resultados de la estimación robusta de los coeficientes, en forma global, para el conjunto de los países, y de forma específica, también, para cada uno de ellos. Todas las regresiones están debidamente verificadas en su conjunto, de acuerdo con el test *F*, con un R^2 superior al 44% en todos los casos (en torno al 54% en la estimación global). Ello significa que el modelo se ajusta bien a los datos y que permite incorporar un mayor número de variables.

Por lo que se refiere a las variables financieras incluidas en el modelo, los resultados obtenidos son similares a los obtenidos en la estimación del modelo base, indicando con claridad el cumplimiento de las hipótesis habituales formuladas. En cuanto al valor estimado del coeficiente de la variable *OWN_1*, se acepta su validez a un nivel

de significación del 1%, siendo su efecto con el apalancamiento de signo negativo. No obstante, este efecto solo resulta significativo para el caso de Chile y de la estimación global, no así para Brasil o México. Los resultados obtenidos no son, por tanto, unánimes y hay que tomarlos con cierta cautela. El signo y significación de la variable OWN_1 nos permite confirmar nuestra hipótesis, que señalaba una relación negativa con el endeudamiento. Esta hipótesis fue formulada a partir de la intuición de que mayores niveles de concentración de la propiedad evitan los costes de dispersión (*free rider*), e incentivan al accionista mayoritario a ejercer un mayor nivel de control de la gerencia y, por tanto, a una menor necesidad de endeudamiento.

B. Propiedad del primero y segundo accionista. Coalición

En este apartado abordamos el análisis de la posible coalición de intereses por parte del accionista principal o último y del segundo accionista mayoritario. La concentración se expresa, ahora, en términos de la suma de la participación del primer accionista en el capital, variable OWN_1 , y la del segundo accionista mayoritario, OWN_2 . Al igual que en la estimación con la única inclusión del primer accionista, incorporamos, ahora, esta variable OWN_1+OWN_2 en un modelo ampliado junto al resto de variables financieras, que actúan como variables de control. Por tanto, nuestro enfoque se centra en el coeficiente estimado de esta nueva variable, OWN_1+OWN_2 . De forma equivalente, la regresión de esta nueva especificación del modelo ampliado, se efectúa con el estimador de MCO sobre un pool de datos, financieros y de gobierno corporativo. Los resultados de la estimación de este nuevo modelo se presentan resumidos en la tabla 4.3.

Tabla 4.3 Estructura de propiedad. Coalición del primero y segundo accionistas

Modelo: $y_i = \beta x_i + \varepsilon_i$ [2]

Variables Explicativas	Signo Esperado	Global	Brasil	Chile	México
<i>ROA</i>	(+/-)	-0.77546*** [-3.827]	-0.67437** [-2.482]	-0.73901** [-2.074]	-0.93943** [-2.015]
<i>GROWTH</i>	(+/-)	-0.20876*** [-12.376]	-0.22375*** [-10.341]	-0.21467*** [-6.472]	-0.22201*** [-6.519]
<i>TANG</i>	(+)	0.06822* [1.760]	0.11615** [2.050]	0.13565* [1.682]	0.05004 [0.637]
<i>SIZE</i>	(+)	0.02264*** [4.073]	0.01370 [1.436]	0.02482*** [3.168]	0.01633 [1.473]
<i>INDUSTLEV</i>	(+)	0.68766*** [6.997]	0.29585 [1.525]	0.75377** [2.452]	0.91212*** [3.001]
<i>OWN_1+OWN2</i>	(-)	-0.03963 [-0.949]	0.07876 [1.200]	-0.14426** [-2.109]	-0.05036 [-0.614]
<i>R² ajustado</i>		0.530	0.537	0.432	0.587
<i>Estadístico F</i>		72.00 [0.0000]	58.29 [0.0000]	18.17 [0.0000]	27.32 [0.0000]
<i>Observaciones</i>		367	187	105	75

La variable *LEV* es el cociente de la deuda total y el total del activo a valor de mercado. *ROA*, es la rentabilidad. *GROWTH*, son las oportunidades de crecimiento. *TANG*, es la tangibilidad de los activos. *SIZE*, es el tamaño de la empresa. *INDUSTLEV*, es la media del endeudamiento del sector. *OWN_1 + OWN_2* representa la suma de los porcentajes de participación del primero y segundo accionista. Los valores entre paréntesis se refieren al valor del estadístico *t*. Todas las estimaciones fueron hechas a través del método de Mínimos Cuadrados Ordinarios, opción robusta.

El estadístico *F* contrasta la significatividad conjunta de todos los coeficientes.

***, **, * Indican que el coeficiente es significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

La tabla 4.3 presenta los resultados de la estimación robusta de los coeficientes, en forma global, para el conjunto de los países, y de forma específica, también, para cada uno de ellos. Todas las regresiones son validadas en su conjunto, de acuerdo con el test *F*, con un coeficiente de determinación, R^2 , superior al 43% en todos los casos (en torno al 53% en la estimación global). Ello significa que el modelo se ajusta bien a los datos y que permite incorporar variables adicionales.

En cuanto a las variables financieras incluidas en el modelo, los resultados obtenidos son similares a los de las estimaciones anteriores, cumpliendo nuevamente con claridad las expectativas en torno a las mismas. Respecto al valor estimado del coeficiente de la variable *OWN_1+OWN_2*, los resultados no son

particularmente fuertes. Al igual que con los resultados relativos al efecto de la propiedad del primer accionista, cuando consideramos el efecto conjunto del primero y segundo accionistas, el coeficiente obtenido es negativo, si bien solamente es significativo en el caso de la estimación de Chile. Estos resultados son coincidentes, por tanto, con los obtenidos para el primer accionista y confirman la relación negativa entre concentración y endeudamiento.

C. Contestabilidad del segundo accionista

Abordamos, a continuación, el análisis de la posible contestabilidad del segundo accionista mayoritario a la capacidad de control que ostenta el accionista principal. Para ello, hemos generado una variable dummy que capta un valor significativo de propiedad del segundo accionista en relación a la media (valor 1) o, bien, lo contrario (valor 0). Esta variable dummy, denominada *DOWN_2*, se ha interaccionado con la variable de propiedad del accionista principal, *OWN_1*. De esta manera, podemos detectar el efecto de la propiedad del accionista principal considerando la influencia del segundo accionista.

Al igual que en las estimaciones anteriores, con la única inclusión del primer accionista, o de la suma del primero y el segundo, incorporamos, ahora, esta nueva variable de interacción, *OWN_1*DOWN_2*, en un modelo ampliado junto al resto de variables financieras, que actúan como variables de control. Por tanto, nuestro enfoque se centra en el coeficiente estimado de esta nueva variable, *OWN_1*DOWN_2*, que proporciona el efecto diferencial con respecto al del accionista principal cuando actúa individualmente. Como es habitual, se incluyen también, en el modelo, las variables *OWN_1* y *DOWN_2* por separado.

Al igual que en los escenarios anteriores, la regresión de esta nueva especificación del modelo ampliado, se efectúa con el estimador de MCO sobre un pool de datos,

financieros y de gobierno corporativo. Los resultados de estimación de este nuevo modelo se presentan resumidos en la tabla 4.4.

Tabla 4.4 Estructura de propiedad. Contestabilidad del segundo accionista

Modelo: $y_i = \beta x_i + \varepsilon_i$ [2]

Var. Explicativas	Signo Esperado	Global	Brasil	Chile	México
<i>ROA</i>	(+/-)	-0.88418*** [-4.451]	-0.93042*** [-3.267]	-0.79578** [-2.234]	-0.82194** [-2.166]
<i>GROWTH</i>	(+/-)	-0.19960*** [-11.919]	-0.20916*** [-9.553]	-0.20018*** [-5.539]	-0.22166*** [-6.846]
<i>TANG</i>	(+)	0.07483** [1.996]	0.11809** [2.133]	0.14397* [1.798]	0.07362 [0.945]
<i>SIZE</i>	(+)	0.02406*** [4.387]	0.02018** [2.138]	0.02663*** [3.352]	0.01665 [1.523]
<i>INDUSTLEV</i>	(+)	0.68430*** [7.137]	0.24072 [1.290]	0.71820** [2.320]	0.87165** [2.619]
<i>OWN_1</i>	(-)	-0.08098 [-1.588]	-0.02737 [-0.310]	-0.11468 [-1.502]	0.00011 [0.001]
<i>OWN_1*DOWN2</i>		-0.05545 [-0.677]	0.01556 [0.116]	-0.12051 [-0.818]	-0.28387* [-1.952]
<i>DOWN_2</i>		0.06805* [1.651]	0.07379 [1.155]	0.07533 [0.981]	0.11658 [1.481]
<i>R² ajustado</i>		0.547	0.554	0.392	0.598
<i>Estadístico F</i>		66.08 [0.0000]	58.00 [0.0000]	13.48 [0.0000]	16.59 [0.0000]
<i>Observaciones</i>		378	193	106	79

La variable *LEV* es el cociente de la deuda total y el total del activo a valor de mercado. *ROA*, es la rentabilidad. *GROWTH*, son las oportunidades de crecimiento. *TANG*, es la tangibilidad de los activos. *SIZE*, es el tamaño de la empresa. *INDUSTLEV*, es la media del endeudamiento del sector. *OWN_1*, es el porcentaje de participación del primer accionista. *DOWN_2*, es una variable dummy que es igual a 1 si la participación del segundo accionista es superior a la media y 0, en caso contrario. *OWN_1*DOWN_2*, es el término de interacción definido como el producto de las variables *OWN_1* y *DOWN_2*. Los valores entre paréntesis se refieren al valor del estadístico *t*. Todas las estimaciones fueron hechas a través del método de Mínimos Cuadrados Ordinarios, opción robusta.

El estadístico *F* contrasta la significatividad conjunta de todos los coeficientes.

***, **, * Indican que el coeficiente es significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

La tabla 4.4 presenta los resultados de la estimación robusta de los coeficientes, en forma global, para el conjunto de los países, y de forma específica, también, para cada uno de ellos. Todas las regresiones son validadas en su conjunto, de acuerdo

con el test F , con un coeficiente de determinación, R^2 , superior al 39% en todos los casos (cercano al 55% en la estimación global). Ello significa que el modelo se ajusta bien a los datos y que permitiría incorporar nuevas variables.

En cuanto a las variables financieras incluidas en el modelo, los resultados obtenidos se asemejan a los obtenidos en las estimaciones anteriores, cumpliéndose nuevamente las hipótesis habituales formuladas en torno a ellas. En relación al valor estimado del coeficiente de la variable OWN_1*DOWN_2 , los resultados no permiten confirmar el efecto diferenciador al considerar la posible contestabilidad del segundo accionista. Alternativamente, se han realizado otras interacciones, considerando la variable $DOWN_2$ en función de la mediana y el percentil 75 de la participación del segundo accionista. Los resultados de estas nuevas regresiones son similares, es decir, el coeficiente de la interacción no es significativo en ningún caso. Por tanto, debemos concluir que en nuestros datos no se cumple la hipótesis de contestabilidad.

4.4.2 Consejo de administración y estructura de capital

En el capítulo 2 fue analizado el efecto del consejo de administración sobre el apalancamiento de la empresa y, de forma particular, se discutió el papel de su tamaño, su nivel de independencia, la diversidad, los comités de auditoría internos y la dualidad Presidencia-CEO. A continuación, analizamos todos estos factores incorporándolos uno a uno en nuestro modelo base, para después considerarlos de forma global. Por razones de brevedad, las estimaciones se presentan conjuntamente para todos los países de la muestra.

Al igual que en las anteriores estimaciones, estas variables del consejo de administración se incluyen, paso a paso, en un modelo ampliado junto al resto de variables financieras, que actúan como variables de control. Por tanto, nos centramos principalmente, ahora, en el coeficiente estimado de cada una de las

variables introducidas del consejo de administración. Las regresiones correspondientes de este modelo ampliado, en cualquiera de sus especificaciones, se realizarán con el estimador de MCO sobre un pool de datos, financieros y de gobierno corporativo. Los resultados de estimación se presentan resumidos en la tabla 4.5. Por conveniencia, incluimos también el análisis del efecto de la auditoría externa.

Tabla 4.5 Consejo de administración y estructura de capital

Modelo: $y_i = \beta x_i + \varepsilon_i$ [2]

Variables Explicativas	Signo Esperado	I	II	III	IV	V	VI	VII
ROA	(+/-)	-0.81799*** [-4.096]	-0.81760*** [-4.048]	-0.82190*** [-4.125]	-0.83541*** [-4.178]	-0.79858*** [-4.020]	-0.82617*** [-4.110]	-0.78350*** [-3.900]
GROWTH	(+/-)	-0.20707*** [-12.488]	-0.20909*** [-12.424]	-0.20652*** [-12.238]	-0.20466*** [-12.004]	-0.20631*** [-12.433]	-0.20760*** [-12.477]	-0.20346*** [-11.739]
TANG	(+)	0.06822* [1.790]	0.06861* [1.779]	0.06878* [1.802]	0.06948* [1.833]	0.06873* [1.811]	0.06765* [1.771]	0.07788** [2.045]
SIZE	(+)	0.02348*** [3.898]	0.02029*** [3.506]	0.02138*** [3.893]	0.02391*** [3.939]	0.02466*** [4.213]	0.02146*** [3.910]	0.02688*** [4.045]
INDUSTLEV	(+)	0.65188*** [6.044]	0.69632*** [6.950]	0.68539*** [7.119]	0.66788*** [6.812]	0.66513*** [6.828]	0.67773*** [6.602]	0.68275*** [6.076]
BOARDSIZE	(+/-)	-0.02193 [-0.691]						-0.01423 [-0.429]
OUTSIDER	(+/-)		0.03229 [0.769]					0.10979* [1.896]
FEMALE	(-)			-0.06779 [-0.745]				-0.07709 [-0.852]
AUDCOM	(-)				-0.02597 [-1.134]			-0.05482* [-1.920]
B4	(-)					-0.04680 [-1.474]		-0.04775 [-1.469]
DUALITY	(+/-)						-0.00182 [-0.060]	-0.00911 [-0.289]
R ² ajustado		0.532	0.532	0.532	0.534	0.535	0.482	0.543
Estadístico F		81.30 [0.0000]	76.78 [0.0000]	78.84 [0.0000]	80.24 [0.0000]	77.22 [0.0000]	79.05 [0.0000]	44.01 [0.0000]
Observaciones		386	386	386	386	386	386	386

La variable LEV, es el cociente de la deuda total y el total del activo a valor de mercado. ROA, es la rentabilidad. GROWTH, son las oportunidades de crecimiento. TANG, es la tangibilidad de los activos. SIZE, es el tamaño de la empresa. INDUSTLEV, es la media del endeudamiento del sector. BOARDIZE, es el tamaño del consejo de administración. OUTSIDER, representa la proporción de consejeros independientes. FEMALE, representa la proporción de mujeres en el consejo. AUDCOM, variable dummy que es igual a 1 si hay comité interno de auditoría, 0 en caso contrario. B4, variable dummy que toma valor 1 si las empresas son auditadas por una Big 4, 0 en caso contrario. DUALITY, variable dummy que toma valor 1 si el presidente del consejo es también el CEO, 0 en caso contrario. Los valores entre paréntesis se refieren al valor del estadístico t. Todas las estimaciones fueron hechas a través del método de Mínimos Cuadrados Ordinarios, versión robusta.

El estadístico F contrasta la significatividad conjunta de todos los coeficientes.

***, **, * Indican que el coeficiente es significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente

La tabla 4.5 presenta los resultados de la estimación robusta de los coeficientes, en forma global, para el conjunto de los países. Todas las regresiones están debidamente verificadas en su conjunto, de acuerdo con el test F , con un R^2 superior al 48% en todos los casos (en torno al 54% en la estimación conjunta de todas las variables). Ello significa que el modelo se ajusta bien a los datos y que podrían incluirse variables adicionales. En cuanto a las variables financieras incluidas en el modelo, los resultados obtenidos son similares a los obtenidos en las estimaciones anteriores, cumpliéndose nuevamente las hipótesis habituales sobre estas variables.

El análisis individual de cada una de las variables de consejo de administración, incluida la auditoría externa, mostrado en la tabla 4.5, indica que los coeficientes asociados a dichas variables no resultan significativos. No obstante, la regresión conjunta de todas las variables revela que las variables de independencia del consejo de administración (*OUTSIDER*) y comité interno de auditoría (*AUDCOM*) sí resultan significativas y con los signos esperados. Consecuentemente, las hipótesis formuladas en torno al consejo de administración han resultado débilmente confirmadas, con tan solo estas dos últimas, independencia y comité interno de auditoría, que sí son significativas.

4.4.3 Participación gerencial y estructura de capital

En esta subsección abordamos el análisis del efecto de la participación gerencial en el capital sobre la estructura de capital de la empresa. De acuerdo con la discusión teórica realizada en el capítulo 2, el efecto esperado de esta variable sobre el apalancamiento es no lineal presentando un máximo en la función, esto es, a pequeños niveles de la participación gerencial el efecto es positivo y a partir de un cierto nivel de participación será negativo. Estos efectos concuerdan, respectivamente, con una estrategia de alineación de intereses y de atrincheramiento.

Con el fin de captar los efectos señalados, introducimos en el modelo base la variable OWN_CEO y OWN_CEO^2 , que representan la participación gerencial en el capital y su cuadrado. Al igual que en las estimaciones anteriores realizadas, las variables financieras actúan como variables de control. Por tanto, nuestro énfasis en este nuevo modelo se centra en el coeficiente estimado de la variable OWN_CEO^2 que nos indicará, en caso de ser significativa, la existencia de un máximo o un mínimo en la función. La regresión de este modelo ampliado, se realiza con el estimador de MCO sobre un pool de datos, financieros y de gobierno corporativo, como se ha venido realizando en las especificaciones anteriores. Los resultados de estimación de este modelo se presentan resumidos en la tabla 4.6.

Tabla 4.6 Participación gerencial y estructura de capital

Modelo: $y_i = \beta x_i + \varepsilon_i$ [2]

Var. Explicativas	Signo Esperado	Global	Brasil	Chile	México
<i>ROA</i>	(+/-)	-0.83843*** [-4.241]	-0.87351*** [-3.131]	-0.71528** [-2.005]	-0.87460* [-1.989]
<i>GROWTH</i>	(+/-)	-0.20557*** [-12.302]	-0.21404*** [-9.374]	-0.21660*** [-6.492]	-0.21571*** [-6.205]
<i>TANG</i>	(+)	0.08854** [2.253]	0.14173** [2.440]	0.13336 [1.610]	0.07488 [0.954]
<i>SIZE</i>	(+)	0.02362*** [4.247]	0.02103** [2.215]	0.02700*** [3.502]	0.01128 [0.987]
<i>INDUSTLEV</i>	(+)	0.74792*** [7.355]	0.33739 [1.633]	0.79271** [2.555]	0.92685*** [2.904]
<i>OWN_CEO</i>	(+/-)	1.20251*** [2.813]	7.59851 [1.638]		0.29545 [0.562]
<i>OWN_CEO</i> ²	(-)	-3.00019** [-2.375]	-77.58355 [-1.431]		-0.52166 [-0.347]
<i>R</i> ² ajustado		0.539	0.540	0.413	0.569
<i>Estadístico F</i>		65.48 [0.0000]	45.02 [0.0000]	23.56 [0.0000]	20.66 [0.0000]
<i>Observaciones</i>		379	193	107	79

La variable *LEV*, es el cociente de la deuda total y el total del activo a valor de mercado. *ROA*, es la rentabilidad. *GROWTH*, son las oportunidades de crecimiento. *TANG*, es la tangibilidad de los activos. *SIZE*, es el tamaño de la empresa. *INDUSTLEV*, es la media del endeudamiento del sector. *OWN_CEO*, es el porcentaje de participación del CEO. *OWN_CEO*² representa el porcentaje de participación del CEO al cuadrado. Los valores entre paréntesis se refieren al valor del estadístico *t*. Todas las estimaciones fueron realizadas a través del método de Mínimos Cuadrados Ordinarios, versión robusta.

El estadístico *F* contrasta la significatividad conjunta de todos los coeficientes.

***, **, * Indican que el coeficiente es significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

La tabla 4.6 presenta los resultados de la estimación robusta de los coeficientes, en forma global, para el conjunto de los países, y de forma específica, también, para cada uno de ellos. Todas las regresiones están debidamente verificadas en su conjunto, de acuerdo con el test F , con un R^2 superior al 41% en todos los casos (en torno al 54% en la estimación global). Ello significa que el modelo se ajusta bien a los datos y que permite incorporar un mayor número de variables.

Por lo que se refiere a las variables financieras incluidas en el modelo, los resultados obtenidos son similares a los obtenidos en la estimación del modelo base, indicando con claridad el cumplimiento de las hipótesis habituales formuladas. En cuanto al valor estimado del coeficiente de la variable OWN_CEO^2 ha resultado negativo y significativo con un p -valor inferior al 5%. Ello significa que la función correspondiente estimada presenta un máximo, confirmándose nuestra expectativa, esto es, nuestros datos corroboran el efecto de alineamiento de intereses y de atrincheramiento señalados. No obstante, conviene tomar este resultado con una cierta cautela ya que no disponemos de información sobre la participación gerencial en el capital en el caso de Chile y en las estimaciones individuales de Brasil y México la variable OWN_CEO^2 no ha resultado significativa. Es posible que estos resultados mejoraran con la disponibilidad de mayor abundancia de datos, pues ello daría lugar a una reducción de las varianzas de los coeficientes y a un incremento del estadístico t , permitiendo validar la significación de la citada variable.

Por otro lado, podemos comprobar con facilidad que el punto de inflexión (máximo) de la función cuadrática estimada es 20%⁸. En otras palabras, a partir de este nivel, la influencia del gerente cambia de signo, pasando de una posición de alineamiento o convergencia de intereses con el resto de los accionistas (aumento del apalancamiento), a una posición de atrincheramiento (disminución del

⁸ Este valor es el resultado de tomar primeras derivadas en la función cuadrática e igualar a cero. El punto de inflexión resultante es el cociente $-\beta_6/2\beta_7$, donde β_6 y β_7 son, respectivamente, los coeficientes asociados a las variables OWN_CEO y OWN_CEO^2 en el modelo ampliado.

apalancamiento).

4.5. Robustez de resultados

En esta sección, tratamos de verificar los resultados obtenidos en las estimaciones anteriores. El análisis realizado en los epígrafes anteriores incorpora las variables de concentración de la propiedad (accionista principal) y de participación gerencial, de forma separada de las variables de consejo de administración. Pero estas variables podrían estar correlacionadas y, por tanto, constituir un problema de variables omitidas en los respectivos modelos estimados, dando lugar a coeficientes no insesgados. Con el fin de asegurarnos de que los resultados obtenidos son fiables y no adolecen de dicho problema, introducimos, ahora, dichas variables conjuntamente, de forma global e individualmente para cada país. Al igual que en las anteriores estimaciones, las variables financieras actúan como variables de control. Las regresiones correspondientes de este modelo ampliado, en cualquiera de sus especificaciones, se realizará con el estimador de MCO sobre un pool de datos, financieros y de gobierno corporativo. Los resultados de estimación se presentan resumidos en la tabla 4.7.

Tabla 4.7 Modelo global

Modelo: $y_i = \beta_{X_i} + \varepsilon_i$ [2]

Var. Explicativas	Signo	GLOBAL I	BRASIL	CHILE	MÉXICO	GLOBAL II	BRASIL	CHILE	MÉXICO
<i>ROA</i>	(+/-)	-0.80425*** [-4.076]	-0.78297*** [-2.722]	-0.59176* [-1.776]	-0.95191** [-2.379]	-0.80637*** [-4.104]	-0.81927*** [-2.929]	-0.55664 [-1.540]	-0.98047** [-2.215]
<i>GROWTH</i>	(+/-)	-0.19808*** [-11.534]	-0.20972*** [-8.481]	-0.18733*** [-5.188]	-0.21397*** [-6.204]	-0.20048*** [-11.564]	-0.20939*** [-8.375]	-0.20958*** [-5.452]	-0.21312*** [-5.984]
<i>TANG</i>	(+)	0.09174** [2.414]	0.13686** [2.405]	0.13784* [1.761]	0.07860 [0.976]	0.09885** [2.542]	0.14845*** [2.606]	0.13977 [1.657]	0.08549 [1.026]
<i>SIZE</i>	(+)	0.03031*** [4.438]	0.02900** [2.480]	0.04161*** [3.926]	0.01251 [1.048]	0.02985*** [4.412]	0.03239*** [2.682]	0.03761*** [3.726]	0.00832 [0.663]
<i>INDUSTLEV</i>	(+)	0.67645*** [5.992]	0.26489 [1.373]	0.85936*** [2.823]	0.82287** [2.505]	0.72581*** [6.405]	0.31581 [1.559]	0.93106*** [2.851]	0.94442*** [2.904]
<i>OWN_I</i>	(-)	-0.12194*** [-2.963]	-0.02929 [-0.443]	-0.20788*** [-3.108]	-0.12328 [-1.396]				
<i>OWN_CEO</i>	(+/-)					1.41889*** [3.172]	7.95315 [1.537]		0.46391 [0.808]
<i>OWN_CEO²</i>	(-)					-3.57660*** [-2.722]	-79.47843 [-1.310]		-0.97740 [-0.597]
<i>BOARDSIZE</i>	(+/-)	-0.01934 [-0.580]	-0.03132 [-0.604]	-0.08986 [-1.135]	0.00201 [0.029]	-0.01540 [-0.457]	-0.03040 [-0.575]	-0.03377 [-0.393]	0.02222 [0.334]
<i>OUTSIDER</i>	(+/-)	0.10213* [1.771]	0.03432 [0.437]	0.28317 [1.378]	0.02803 [0.286]	0.08536 [1.479]	0.03821 [0.493]	0.27141 [1.300]	0.02203 [0.180]
<i>FEMALE</i>	(-)	-0.09667 [-1.069]	-0.14065 [-1.214]	-0.25290 [-1.396]	-0.13384 [-0.543]	-0.08725 [-0.933]	-0.16151 [-1.352]	-0.09985 [-0.508]	-0.09343 [-0.372]
<i>AUDCOM</i>	(-)	-0.06229** [-2.151]	-0.05192 [-1.221]	-0.10720** [-2.076]		-0.05280* [-1.831]	-0.05668 [-1.350]		
<i>B4</i>	(-)	-0.05258 [-1.585]	-0.06292 [-1.529]	-0.10917** [-2.162]	0.05889 [0.506]	-0.04824 [-1.460]	-0.06031 [-1.459]	-0.09539* [-1.723]	0.04766 [0.433]
<i>DUALITY</i>	(+/-)	-0.01330 [-0.433]	-0.06264 [-1.009]		-0.03051 [-0.898]	-0.03574 [-1.143]	-0.07358 [-1.238]		-0.03327 [-0.836]

continúa

Modelo: $y_i = \beta x_i + \varepsilon_i$ [2]

Var. Explicativas	Signo	GLOBAL I	BRASIL	CHILE	MÉXICO	GLOBAL II	BRASIL	CHILE	MÉXICO
R^2 ajustado		0.553	0.551	0.504	0.587	0.551	0.562	0.448	0.579
Estadístico F^b		40.56 [0.0000]	26.08 [0.0000]	11.51 [0.0000]	14.01 [0.0000]	38.55 [0.0000]	22.69 [0.0000]	10.72 [0.0000]	13.27 [0.0000]
Observaciones		378	193	106	79	379	193	107	79

La variable *LEV*, es el cociente de la deuda total y el total del activo a valor de mercado. *ROA*, es la rentabilidad. *GR0WTH*, son las oportunidades de crecimiento. *TANG*, es la tangibilidad de los activos. *SIZE*, es el tamaño de la empresa. *INDUSTLEV*, es la media del endeudamiento del sector. *OWN_CEO*, es el porcentaje de participación del CEO. *OWN_CEO*² representa el porcentaje de participación del CEO elevado al cuadrado. *BOARDIZE*, es el tamaño del consejo de administración. *OUTSIDER*, representa la proporción de consejeros independientes. *FEMALE*, representa la proporción de mujeres en el consejo. *AUDCOM*, variable dummy que es igual a 1 si hay comité interno de auditoría, 0 en caso contrario. *B4*, variable dummy que toma valor 1 si las empresas son auditadas por una Big 4, 0 en caso contrario. *DUALITY*, variable dummy que toma valor 1 si el presidente del consejo es también el CEO, 0 en caso contrario. Los valores entre paréntesis se refieren al valor del estadístico *t*. Todas las estimaciones fueron hechas a través del método de Mínimos Cuadrados Ordinarios, versión robusta.

El estadístico *F* contrasta la significatividad conjunta de todos los coeficientes.
 ***, **, * Indican que el coeficiente es significativo al 1%, 5% y 10% respectivamente.

La tabla 4.7 presenta los resultados de la estimación robusta de los coeficientes de las diversas especificaciones de este nuevo modelo ampliado. Todas las regresiones están debidamente verificadas en su conjunto, de acuerdo con el test F , con un R^2 superior al 45% en todos los casos. Ello indica que, en cualquiera de las especificaciones, el modelo ampliado se ajusta bien a los datos.

Por lo que se refiere a las variables financieras incluidas en el modelo, los resultados obtenidos son similares a los obtenidos en las estimaciones anteriores, incluidas las del modelo base, corroborando con claridad el cumplimiento de las hipótesis habituales formuladas.

Las columnas 1 a 4 (Global I, Brasil, Chile, México) presentan los resultados de las estimaciones que incluyen la variable de concentración OWN_I junto con el resto de variables de consejo de administración, incluida la variable de auditoría externa, $B4$. Como puede observarse, los resultados no cambian cualitativamente con relación a los obtenidos anteriormente. En consecuencia, podemos confirmar una estabilidad en los resultados obtenidos.

Las columnas 5 a la 8 (Global II, Brasil, Chile, México), además, presentan los resultados de las estimaciones que incluyen la variable de participación gerencial OWN_CEO y OWN_CEO^2 junto con el resto de variables de consejo de administración, incluida la variable de auditoría externa, $B4$. Nuevamente, los resultados no cambian cualitativamente, corroborando los resultados anteriores obtenidos. Una vez más, debido a la carencia de información en algunos países de la muestra, en alguna de las variables, conviene tomar estos resultados con cautela.

CONCLUSIONES, IMPLICACIONES Y LIMITACIONES DEL ESTUDIO

Conclusiones del estudio

A continuación, abordamos de forma resumida las principales aportaciones de nuestra investigación.

El objetivo principal, perseguido en esta investigación, ha consistido en el análisis del impacto del gobierno corporativo de las empresas latinoamericanas (Brasil, Chile y México) sobre su estructura de capital o tasa de apalancamiento. Para ello, se revisaron previamente, en el capítulo 1, las nociones de gobierno corporativo utilizadas en la literatura, los diversos modelos de gobierno corporativo aplicados en los distintos países (anglosajón, continental europeo y emergente o institucional) y, por último, los diferentes enfoques teóricos en el que los investigadores habitualmente se han apoyado.

En el segundo capítulo, se aborda la revisión de la literatura especializada, con particular énfasis en las aportaciones realizadas en torno a la influencia de los diversos mecanismos de gobierno corporativo sobre las políticas financieras de las empresas. Uno de los principales factores de gobierno corporativo estudiados tiene que ver con la estructura de propiedad, en particular, la concentración de capital en manos del accionista principal, la coalición del primero y segundo accionistas y la contestabilidad de los accionistas significativos al accionista principal. Respecto al factor de concentración de la propiedad se postula una relación negativa con el endeudamiento debido al papel disciplinador sobre los gerentes ejercido por unos propietarios que ostentan mucho poder y que, en consecuencia, conduce a menor nivel de deuda. De igual modo, se postulan hipótesis acerca de la coalición y de la contestabilidad entre accionistas mayoritarios.

En el segundo capítulo se analiza, también, el papel del consejo de administración sobre la estructura de capital y se revisan las principales aportaciones en la literatura. En particular, se estudian el tamaño del consejo, su nivel de independencia, la diversidad de género, el comité interno de auditoría y la dualidad

Presidencia-CEO. Sobre cada uno de estos factores se formulan las correspondientes hipótesis. Por último, en este capítulo se analizan y se plantean hipótesis sobre la participación gerencial en el capital y la auditoría externa, ambos con una previsible influencia en el apalancamiento de la empresa.

En el tercer capítulo, se explica la muestra de estudio, que recoge información financiera y de gobierno corporativo de los países objeto de estudio, Brasil, Chile y México, para el periodo 2006-2014. En este capítulo se definen las variables del estudio, dependiente y explicativas y se analizan desde un punto de vista descriptivo. La variable dependiente es el apalancamiento de la empresa y se define en términos de deuda sobre valor de mercado del activo. Por su parte, las variables explicativas son de dos tipos, financieras y de gobierno corporativo.

Finalmente, el capítulo 4 desarrolla la metodología econométrica del estudio y presenta las estimaciones realizadas de los modelos diseñados. Estas estimaciones son la base del contraste de hipótesis realizado, el cual nos permite extraer las conclusiones de la investigación. La metodología econométrica aplicada ha venido condicionada por la disponibilidad de información estadística. Así, en una primera etapa, se construyó un modelo base, incorporando únicamente variables financieras habitualmente utilizadas en la literatura, con el fin de comparar con estudios previos. La regresión de este modelo base se realizó aplicando metodología de panel, dada la disponibilidad de datos longitudinales. Por otra parte, esta metodología permite obtener, por lo común, mejores estimadores.

En una segunda etapa, partiendo del modelo anterior, se elaboraron diversas especificaciones de un modelo ampliado. En este modelo ampliado, se incorporaron paulatinamente las diversas variables de gobierno corporativo, a la vez que las variables financieras actuaban como variables de control. La regresión de este modelo se realizó aplicando MCO en un pool de datos financieros y de gobierno corporativo, dada la falta de información adecuada en relación a las variables de gobierno corporativo. El problema principal en la construcción de estas variables

fue su falta de variabilidad en el tiempo y, de ahí, la dificultad para haber aplicado metodología de panel.

Los resultados obtenidos respecto a las variables financieras (rentabilidad, oportunidades de crecimiento, tangibilidad, tamaño de la empresa y endeudamiento del sector), tanto en la estimación del modelo base como en el de las diversas especificaciones del modelo ampliado, concuerdan con los obtenidos generalmente en la vasta literatura empírica sobre estructura de capital. Estos resultados fueron logrados de forma regular en todas las estimaciones, produciendo en todas ellas altos niveles de explicación de la variación de la variable dependiente, esto es, del apalancamiento. Consecuentemente, los modelos habituales de estructura de capital que han venido aplicándose se ajustan bien a los datos en el caso de los países latinoamericanos de nuestro estudio (Brasil, Chile y México).

En cuanto a las estimaciones realizadas en relación a las variables de gobierno corporativo, los resultados no son homogéneos. Mientras que algunas hipótesis se han confirmado con claridad, otras tan solo lo han sido de forma parcial. La hipótesis sobre concentración de la propiedad del capital se cumple de forma consistente. Por tanto, nuestros resultados sugieren que un mayor nivel de concentración permite paliar los costes de dispersión que genera una situación de *free rider* e incentiva al accionista mayoritario a ejercer un mayor nivel de control sobre los gerentes y, en consecuencia, a imponer un menor nivel de endeudamiento. Asimismo, la hipótesis de coalición entre el primero y segundo accionistas produce un efecto equivalente, esto es, un menor endeudamiento que deriva del reforzamiento de la capacidad de control. De este modo, se evitan los costes de sobreinversión en los que incurrirían los gerentes al gestionar un menor nivel de deuda. Sin embargo, la hipótesis de contestabilidad solo se ha cumplido para el caso de México, pero no así cuando se considera el conjunto de países. Por tanto, el efecto del posible enfrentamiento de los accionistas mayoritarios a las decisiones del accionista principal o último no resulta relevante de forma unánime.

Los resultados obtenidos respecto al papel del consejo de administración en las políticas financieras de las empresas no son uniformes. Las variables que confirman las hipótesis formuladas son las de la independencia de los consejeros y la del comité de auditoría interno. Así, en cuanto a la primera, se confirma que un mayor nivel de independencia conduce a un mayor nivel de endeudamiento dado que los gerentes se encontrarían más fuertemente controlados y se verían obligados a contratar más deuda como forma de disciplinar su comportamiento.

Asimismo, se confirma la relación negativa esperada relativa al comité interno de auditoría. Por tanto, la presencia de estos comités fomenta un gobierno corporativo más fuerte y actúa como una práctica de buen gobierno dando lugar a un efecto sustitutorio del efecto disciplinador de la deuda. El resto de variables del consejo de administración incorporadas no han resultado significativas, es posible que debido en alguna medida a la insuficiencia de los datos utilizados. Tampoco el efecto de la auditoría externa ha resultado significativo, salvo en el caso de Chile que presenta la relación negativa esperada.

Por último, se confirma la hipótesis formulada en torno a la participación gerencial en el capital de la empresa. Los resultados confirman la función no lineal esperada –en forma de U invertida–, de tal manera que se produce un efecto de alineamiento de intereses en niveles reducidos de participación y un efecto de atrincheramiento cuando dichos niveles son elevados.

Podríamos finalizar resumiendo que las variables de gobierno corporativo consideradas, para estudiar el efecto sobre la estructura de capital de las empresas latinoamericanas objeto de estudio (Brasil, Chile y México), han dado lugar a estimaciones parcialmente significativas y no homogéneas entre las empresas de la muestra, mejorando generalmente en las estimaciones conjuntas.

Implicaciones del estudio

Nuestra investigación genera un conjunto de implicaciones en el ámbito académico, institucional y profesional.

En cuanto al primero, destaca el hecho de que el estudio realizado aborda un campo escasamente investigado hasta la fecha, como es el de la relación entre estructura de capital y gobierno corporativo, en especial en los países llamados emergentes, como los latinoamericanos que han sido analizados. Esto significa un nuevo punto de vista con el que aproximarse al estudio de esta materia, que tiene una gran repercusión en las finanzas corporativas. Los estudios previos sobre gobierno corporativo, enfocados a su repercusión sobre las políticas financieras de las empresas, se han desarrollado casi exclusivamente en el mundo anglosajón, es decir, en los países de Derecho Común, donde la propiedad está muy dispersa y los problemas de agencia entre accionistas y directores ejecutivos cobran todo el protagonismo. Por el contrario, nuestra tesis se enfoca a los países latinoamericanos emergentes, con una tradición basada en el Derecho Civil y donde lo que prima son empresas con propiedad concentrada y accionistas minoritarios desprotegidos por el sistema legal. En consecuencia, el enfoque de análisis es distinto del convencional y el problema de expropiación de los accionistas de control sobre los minoritarios es de gran importancia y añade una nueva luz al estudio de este campo.

En segundo lugar, nuestra investigación también tiene implicaciones en el ámbito institucional y regulatorio. Nuestros resultados pueden constituir un punto de apoyo en el que basar las reformas necesarias de los códigos actuales sobre buenas prácticas de gobierno de las empresas. Aspectos como la diversidad de género, el nivel de independencia del consejo, esto es, la proporción de consejeros independientes actuando en el mismo, o la responsabilidad de los auditores, internos y externos, entre otros, debieran ser reformados con urgencia en un futuro inmediato con el fin de actualizar el funcionamiento de los consejos, tal y como se desprende del análisis realizado en este trabajo.

Por último, nuestra investigación podría tener una cierta repercusión en el ámbito profesional. Así, por ejemplo, los consejeros ejecutivos (CEO) y otros profesionales implicados como auditores internos y externos, pueden considerar nuestros resultados como un conocimiento extra en el desarrollo de sus actividades de gestión cotidiana. Ello les permitiría mejorar sus relaciones con los órganos internos de la empresa, es decir, el consejo y los comités de auditoría internos, o bien, con las entidades u organismos externos, como las firmas de auditoría externa o las autoridades regulatorias de las bolsas de valores.

Limitaciones del estudio

Desde un punto de vista metodológico, nuestra investigación ha resuelto el problema de la no variabilidad en el tiempo de ciertos factores de interés como el tamaño del consejo, la proporción de consejeros independientes o la dualidad Presidencia-CEO, entre otros, combinando estimaciones de sección cruzada con métodos de panel. Sin embargo, es importante buscar nuevas soluciones, que permitan estimar los modelos de análisis de forma más adecuada, para evitar incumplir ciertas propiedades estadísticas y mejorar la comparación entre investigaciones de índole similar. En otras palabras, nuestra investigación adolece de una metodología econométrica homogénea que convendría fuera subsanada en el futuro.

Otro aspecto que limita los resultados obtenidos es el de que algunas variables de interés, de gobierno corporativo, no han podido ser incorporadas en los modelos de análisis debido a la falta de información estadística. De este modo, sería interesante disponer en un futuro de información sobre diversos incentivos con los que se remunera a los directores ejecutivos para mitigar costes de agencia, o bien, de los años de antigüedad de los mismos, dada su importancia como posible origen del atrincheramiento de sus actuaciones. También, de la proporción de directores no

ejecutivos o externos, auténticamente independientes, frente a los que realmente no lo son (dominicales), dada la repercusión que ello tiene en las políticas financieras adoptadas por las empresas.

Por último, nuestra investigación ha estado limitada por la carencia de ciertos datos longitudinales en algunas de las variables de gobierno corporativo de algunos países, lo que repercute en la comparabilidad homogénea de los resultados obtenidos.

REFERENCIAS

Referencias

- Abbott, L. J., & Parker, S. (2000). Auditor selection and audit committee characteristics. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 19(2): 47-66.
- Abbott, L. J., Parker, S., & Peters, G. (2004). Audit committee characteristics and restatements. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 23(1): 69-87.
- Abdullah, H., & Valentine, B. (2009). Fundamental and ethics theories of corporate governance. *Middle Eastern Finance and Economics* 4(4): 88-96.
- Abor, J. (2007). Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society* 7(1): 83-92.
- Abor, J., & Biekpe, N. (2007). Corporate governance, ownership structure and performance of SMEs in Ghana: implications for financing opportunities. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society* 7(3): 288-300.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *The Journal of Finance* 62(1): 217-250.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics* 94(2): 291-309.
- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature* 48(1): 58-107.
- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of Management Review* 28(3): 447-465.
- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2010). Comparative and international corporate governance. *The Academy of Management Annals* 4(1): 485-556.
- Ahmad, S., & Omar, R. (2016). Basic corporate governance models: a systematic review. *International Journal of Law and Management* 58(1): 73-107.

- Ahmadjian, C. L., & Robbins, G. E. (2005). A clash of capitalisms: Foreign shareholders and corporate restructuring in 1990s Japan. *American Sociological Review* 70(1): 451-471.
- Ahmed Sheikh, N., & Wang, Z. (2012). Effects of corporate governance on capital structure: empirical evidence from Pakistan. *Corporate Governance: The international Journal of Business in Society* 12(5): 629-641.
- Allen, F., & Gale, D. (2001). *Comparative financial systems: a survey*. Philadelphia, PA: University of Pennsylvania Press.
- Alqisie, A. (2014). Do Corporate Governance Indicators Lead the Firm to Adopt High/Low Level of Financial Leverage? Case of Jordan. *Journal of Management Research* 6(3): 99-113.
- American Law Institute (1994). Principles of corporate governance. Analysis and Recommendations. <http://www.ali.org/index.cfm?fuseaction=home.main> [Consultado 25 de mayo de 2014]
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics* 37(3): 315-342.
- Aoki, M., Gregory, J., & Hideaki, M. (2007). *Corporate governance in Japan: Organizational diversity and institutional change*. Oxford: Oxford University Press.
- Bae, G. S., Cheon, Y. S., & Kang, J. K. (2008). Intragroup propping: evidence from the stock-price effects of earnings announcements by Korean business groups. *Review of Financial Studies* 21(1): 2015-2060.
- Bammens, Y., Voordeckers, W., & Van Gils, A. (2011). Boards of directors in family businesses: A Literature Review and Research Agenda. *International Journal of Management Reviews* 13(2): 134-152.
- Banco Mundial (2013). The case for corporate governance: What is corporate governance? <http://go.worldbank.org/LHV3EZQV10> [Consultado 12 de julio de 2016]
- Banco Mundial (2016). Indicadores. <http://datos.bancomundial.org/indicador> [Consultado 14 junio 2016].
- Banerjee, S., Heshmati, A., & Wihlborg, C. (2004). The dynamics of capital structure. *Research in Banking and Finance* 4(1): 275-297.

- Bathala, C. T., Moon, K. P., & Rao, R. P. (1994). Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: An agency perspective. *Financial Management*: 23(3): 38-50.
- Baysinger, B. D., & Hoskisson, R. E. (1990). The composition of boards of directors and strategic control- effects on corporate strategy. *Academy of Management Review* 15(1): 72-87.
- Bear, S., Rahman, N., & Post, C. (2010). The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation. *Journal of Business Ethics* 97(2): 207-221.
- Becht, M., Bolton, P., & Röell, A. (2003). Corporate governance and control. *Handbook of the Economics of Finance* 1 (Part A): 1-109.
- Bekaert, G., & Harvey, C. R. (2000). Foreign speculation and emerging equity markets. *The Journal of Finance* 55(2): 565-613.
- Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2006). Growth volatility and financial liberalization. *Journal of International Money and Finance* 25(3): 370-403.
- Bennedsen, M., Kongsted, H. C., & Nielsen, K. M. (2008). The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms. *Journal of Banking & Finance* 32(6): 1098-1109.
- Bennedsen, M., & Nielsen, K. M. (2010). Incentive and Entrenchment Effects in European Ownership. *Journal of Banking & Finance* 34(9): 2212-2229.
- Bennedsen, M., & Wolfenzon, D. (2000). The balance of power in closely held corporations. *Journal of Financial Economics* 58(1-2): 113-139.
- Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *The Journal of Finance* 52(4): 1411-1438.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and private property*. New York: The MacMillan Company.
- Bertrand, M., Mehta, P., & Mullainathan, S. (2002). Ferreting out tunneling: an application to Indian business groups. *Quarterly Journal of Economics* 117(1): 121-148.
- Bevan, A. A., & Danbolt, J. O. (2004). Testing for inconsistencies in the estimation of UK capital structure determinants. *Applied Financial Economics* 14(1): 55-66.

- Biggins, J. V. (1999). Making board diversity work. *Corporate Board* 20(117): 11-17.
- Bilimoria, D., & Wheeler, J. (2000). Women Corporate directors: Current research and future directions. *Women in Management: Current research issues* 2(1): 138-163.
- Black, B. S., De Carvalho, A. G., & Gorga, É. (2012). What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries). *Journal of Corporate Finance* 18(4): 934-952.
- Blackburn, V. L. (1994). The effectiveness of corporate control in the US. *Corporate Governance: An international Review* 2(4): 196-202.
- Blair, M. (1995). *Ownership and control: Re-thinking corporate governance for the twenty first Century*. Washington DC: Brookings Inst.
- BM&FVOPESPA [Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros] (2011) Operational Regulations. <http://www.bmfbovespa.com.br/es-es/home.aspx?idioma=es-es> [Consultado 30 de marzo de 2015].
- Bøhren, Ø. & Strøm, R. Ø. (2005). The value-creating board: Theory and evidence. *BI Norwegian School of Management, Report 8*:1-58.
- Bøhren, Ø. & Strøm, R. Ø. (2010). Governance and politics: Regulating independence and diversity in the boardroom. *Journal of Business Finance & Accounting* 37(9-10): 1281-1308.
- Boone, C., Van Olffen, W., Van Witteloostuijn, A., & De Brabander, B. (2004). The genesis of top management team diversity: Selective turnover among top management teams in Dutch newspaper publishing, 1970–94. *Academy of Management Journal* 47(5): 633-656.
- Bopkin, G., & Arko, A. (2009). Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms. Empirical evidence from Ghana. *Studies in Economics and Finance* 26(4): 246–256.
- Bourez, V. (2005). *Women on Boards: Moving beyond Tokenism*. France: European Professional Women's Network.
- Boubaker, S. (2007). Ownership-vote discrepancy and firm value: Evidence from France. *Multinational Finance Journal* 11(3/4): 211-252.
- Bradbury, M. E. (1990). The incentives for voluntary audit committee formation. *Journal of Accounting and Public Policy* 9(1): 19-36.

- Bradley, M. E., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. *The Journal of Finance* 39(3): 857-878.
- Brailsford, T. J., Oliver, B. R., & Pua, S. L. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure. *Accounting & Finance* 42(1): 1-26.
- Branson, M. (2006). *No Seat at the Table: How Corporate Governance Keeps Women out of America's Boardrooms*. New York: New York University Press.
- Briano-Turrent, G. (2012). Factores institucionales que inciden en la transparencia del gobierno corporativo: Un estudio en empresas cotizadas latinoamericanas. Tesis Doctoral, Universidad de Cantabria, España.
- Bronson, S. N., Carcello, J. V., Hollingsworth, C. W., & Neal, T. L. (2009). Are fully independent audit committees really necessary? *Journal of Accounting and Public Policy* 28(4): 265-280.
- Brown, P., Beekes, W., & Verhoeven, P. (2011). Corporate Governance, Accounting and Finance: A review. *Accounting & Finance* 51(1): 96-172.
- Buck, T., & Shahrin, A. (2005). The translation of corporate governance changes across national cultures: The case of Germany. *Journal of International Business Studies* 36(1): 42-61.
- Buffett, W. (2015). *Los ensayos de Warren Buffett: Lecciones para el mundo empresarial*. Madrid: Ed. Valor Edition.
- Butt, S. A., & Hasan, A. (2009). Impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of Pakistani listed companies. *International Journal of Business & Management* 4(2): 50-57.
- Cadbury Committee (1992). The Financial aspects of Corporate Governance. http://business.gov.in/corporate_governance/cadbury_report.php
[Consultado 25 de mayo de 2014]
- Calder, A. (2008). *Corporate governance. A practical guide to the legal frameworks and international codes of practice*. London: Kogan Page Publisher.
- Carcello, J., Hermanson, J. D., & Neal, T. (2002). Disclosures in audit committee charters and reports. *Accounting Horizons* 16(4): 291-304.

- Carter, D. A., D'Souza, F. P., Simkins, F. B. J., & Simpson, W. G. (2010). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review* 18(5): 396-414.
- Carter, D., Simkins, B. & Simpson, G. (2003). Corporate governance, board diversity and firm value. *Financial Review* 38(1): 33-53.
- Carvalho, A. (2012). Do shareholder agreements affect market valuation? Evidence from Brazilian listed firms. *Journal of Corporate Finance* 18(4): 919-933.
- Carvalho da Silva, A. L., & Leal, R. P. C. (2006). Ownership, control, valuation and performance of Brazilian corporations. *Corporate Ownership and Control* 4(1): 300-308.
- Catalyst (2007). *Catalyst Census: Fortune 500*. New York: Catalyst.
- CEPAL [Comisión Económica para América Latina y el Caribe] División de Desarrollo Productivo y Empresarial. (2012). Gobernanza corporativa en el Brasil, Colombia y México: la determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda corporativa. Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile. <http://repositorio.cepal.org/handle/11362/3972>. [Consultado 15 de marzo de 2015]
- Cernat, L. (2004). The emerging European corporate governance model: Anglo-Saxon, continental, or still the century of diversity? *Journal of European Public Policy* 11(1): 147-166.
- Chaney, P. K., & Philipich, K. (2002). Shredded reputation: the cost of audit failure. *Journal of Accounting Research* 40(4): 1221-1245.
- Chesnais, F., & Plihon, D. (2003). *Las trampas de las finanzas mundiales*. Madrid: Ediciones Akal.
- Chong, A., & López de Silanes, F. (2007). *Corporate governance in Latin America*. Washington: Inter-American Development Bank.
- Chung, C. N., & Luo, X. (2008). Institutional logics or agency costs: The influence of corporate governance models on business group restructuring in emerging economies. *Organization Science* 19(5): 766-784.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics* 58(1-2): 81-112.

- Claessens S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review* 15(1): 1-33.
- Clemens, B., & Gallagher, S. (2003). *Stakeholder for environmental strategies: the case of the emerging industry in radioactive scrap metal treatment*, en J. Andriof, S., Waddock, B. Husted y S. Rahman (eds), *Unfolding stakeholder thinking 2*: 128-144, UK: Greenleaf Publishing.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics* 87(2): 329-356.
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores (2010). Reglamento Interior. <http://www.cnbv.gob.mx/Paginas/NORMATIVIDAD.aspx> [Consultado 30 de marzo de 2015]
- CNMV [Comisión Nacional del Mercado de Valores] (2015). *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*. Barcelona: Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- CNMV [Comisión Nacional del Mercado de Valores] (2006). *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*. Barcelona: Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- Consejo Coordinador Empresarial (2010). Código de Mejores Prácticas Corporativas. <http://www.cce.org.mx/wpcontent/uploads/2014/10/CMPC.pdf> [Consultado 30 de marzo de 2014]
- Cornelius, P., & Kogut, B. M. (2003). *Corporate governance and capital flows in a global economy*. Oxford: Oxford University Press.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). An index for corporate governance quality assessment in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças* 22(55): 45-63.
- Cuervo, A. (2002). Corporate governance mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance: An International Review* 10(2): 84-93.
- CWDI [Corporate Women Directors International] (2007). Women Board Directors of the Fortune Global 200. <http://www.globewomen.com/cwdi/CWDI.htm>.
- Da Silveira, A. D. M., Perobelli, F. F. C., & de Campos Barros, L. A. B. (2008). Corporate Governance and Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Brazilian Markets. *Revista de Administração Contemporânea* 12(3): 763-788.

- Dahya, J., Dimitrov, O., & McConnell, J. (2008). Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics* 87(1): 73-100.
- Dahya, J., Lonie, A. A., & Power, D. M. (1996). The case for separating the roles of chairman and CEO: An analysis of stock market and accounting data. *Corporate Governance: An International Review* 4(2): 71-77.
- Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1994). Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure. *Academy of Management Journal* 37(6): 1603-1617.
- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella, A. A. (2003). Corporate governance: Decades of dialogue and data. *Academy of Management Review* 28(3): 371-382.
- Daily, C. M., & Schwenk, C. (1996). Chief executive officers, top management teams, and boards of directors: congruent or countervailing forces? *Journal of Management* 22(2): 185-208.
- Dalton, C. M., & Dalton, D. R. (2005). Boards of directors: Utilizing empirical evidence in developing practical prescriptions. *British Journal of Management* 16(1): S91-S97.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal* 19(3): 269-290.
- Dalton, D. R., & Dalton, C. M. (2011). Integration of Micro and Macro Studies in Governance Research: CEO Duality, Board Composition, and Financial Performance. *Journal of Management Journal* 37(2): 404-411.
- Dalton, D. R., Hitt, M. A., Certo, S.T., & Dalton, C. M., (2007). The fundamental agency problem and its mitigation: Independence, equity, and the market for corporate control. *Academy of Management Annals* 1 (2): 1-64.
- Dasilas, A., & Papasyriopoulos, N. (2015). Corporate governance, credit ratings and the capital structure of Greek SME and large listed firms. *Small Business Economics* 45(1): 215-244.
- Davis, G. F. (2005). New directions in corporate governance. *Annual review of Sociology* 31(1): 143-162.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review* 22(1): 20-47.

- De Andres, P., & Vallelado, E. (2008). Corporate governance in banking: The role of the board of directors. *Journal of Banking & Finance* 32(12): 2570-2580.
- Deakin, S. & Hughes, A. (1997). *Comparative corporate governance: An interdisciplinary agenda*. Oxford: Blackwell Publishers.
- DeAngelo, L. E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics* 3(3): 183-199.
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics* 50(2): 344-401.
- Dedman, E., & Filatotchev, I. (2008). Corporate governance research: A contingency framework. *International Journal of Managerial Finance* 4(4): 248-258.
- Degryse, H., de Goeij, P., & Kappert, P. (2012). The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure. *Small Business Economics* 38(4): 431-447.
- Delgado-García, J. B., Quevedo-Puente, D., La Fuente-Sabaté, D., & Manuel, J. (2010). The impact of ownership structure on corporate reputation: Evidence from Spain. *Corporate Governance: An International Review* 18(6): 540-556.
- Denis, D. K. (2001). Twenty-five years of corporate governance research and counting. *Review of financial economics* 10(3): 191-212.
- Denis, D. K. & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38(1): 1-36.
- Devos, E., Prevost, Puthenpurackal, J. (2009). Are interlocked directors effective monitors? *Financial Management* 38: 861-887.
- Dharwadkar, R., George, G., & Brandes, P. (2000). Privatization in emerging economies: An agency theory perspective. *Academy of Management Review* 25(3): 650-669.
- Diamandis, P. F. & Drakos, A. A. (2011). Financial liberalization, exchange rates and stock prices: Exogenous shocks in four Latin America countries. *Journal of Policy Modeling* 33(3): 381-394.
- Djankov, S., Glaeser, E., La Porta, R., López-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2003). The new comparative economics. *Journal of Comparative Economics* 31(4): 595-619.

- Donaldson, L., & Davis, J. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management* 16(1): 49-64.
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. *Academy of Management Review* 20(1): 65-91.
- Donnelly, R., & Mulcahy, M. (2008). Board structure, ownership, and voluntary disclosure in Ireland. *Corporate Governance: An International Review* 16(5): 416-429.
- Du, J., & Dai, Y. (2005). Ultimate corporate ownership structures and capital structures: Evidence from East Asian economies. *Corporate Governance: An International Review* 13(1): 60-71.
- Duchin, R., Matsusaka, J. G., & Ozbas, O. (2010). When are outside directors effective? *Journal of financial Economics* 96(2): 195-214.
- Dulewicz, V., & Herbert, P. (2004). Does the composition and practice of boards of directors bear any relationship to the performance of their companies? *Corporate Governance: An International Review* 12(3): 263-280.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *The Journal of Finance* 59(2): 537-600.
- Dye, R. A. (1993). Auditing standards, legal liability and auditor wealth. *Journal of Political Economy* 101(5): 887-914.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: an assessment and review, *Academy of Management Review* 14(1): 57-74.
- EOWA [Equal Opportunity for Women in the Workplace Agency] (2006). 2006 EOWA Australian Census of Women in Leadership. www.eowa.gov.au
- EPWN [European Professional Women's Network] (2004). The European PWN Board Women Monitor 2004. Disponible en: http://www.europeanpwn.net/index.php?article_id=8 [Consultado 24 mayo 2016].
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review* 11(2): 102-111.

- Erickson, J., Park, Y. W., Reising, J., & Shin, H. H. (2005). Board composition and firm value under concentrated ownership: the Canadian evidence. *Pacific-Basin Finance Journal* 13(4): 387-410.
- Faccio, M. Lang, L. H. P., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *The American Economic Review* 91(1): 54-78.
- Faccio, M., Lang, L. H., & Young, L. (2010). Pyramiding vs leverage in corporate groups: International evidence. *Journal of International Business Studies* 41(1): 88-104.
- Faccio, M., & Masulis, R. W. (2005). The choice of payment method in European mergers and acquisitions. *The Journal of Finance* 60(3): 1345-1388.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy* 88(2): 288-307.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies* 15(1): 1-33.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26(2): 301-325.
- Feenstra, R. C., & Hamilton, G. G. (2006). *Emergent economies, divergent paths: Economic organization and international trade in South Korea and Taiwan*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Fernández, A. I. & Gómez, S. (1999). El gobierno de la empresa: Mecanismos alineadores y supervisores de las actuaciones directivas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 100: 355-380.
- Fernández, G. C. (2006). Análisis de los stakeholders: una reflexión sobre el poder de influencia en la organización. *Revista Icade. Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales* 68: 101-122.
- Filatotchev, I., Toms, S. & Wright, M. (2006). The firm's strategic dynamics and corporate governance life cycle. *International Journal of Managerial Finance* 2(4): 256-279.
- Filatotchev, I., & Wright, M. (2005). *The life cycle of corporate governance*. London: Edward Elgar Publishing.
- Finkelstein, S., & D'Aveni, R. A. (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management Journal* 37(5): 1079-1108.

- Flannery, M. J. K., & Rangan. P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics* 79(3): 469-506.
- Florackis, C. (2005). Internal corporate governance mechanisms and corporate performance: evidence for UK firms. *Applied Financial Economics Letters* 1(4): 211-216.
- Florackis, C., Kostakis, A., & Ozkan, A. (2009). Managerial ownership and performance. *Journal of Business Research* 62(12): 1350-1357.
- FMI [Fondo Monetario Internacional] (1997). The role of the International Monetary Fund in Governance Issues: Guidance Note. <http://www.imf.org/external/np/sec/nb/1997/NB9715.htm> [Consultado 12 de julio de 2016]
- Fosberg, R. H. (2004). Agency problems and debt financing: leadership structure effects. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society* 4(1): 31-38.
- Francis, J. R. (2004). What do we know about audit quality? *The British Accounting Review* 36(4): 345-368.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financial Management* 38(1): 1-37.
- Franks, J., & Mayer, C. (1990). Takeovers: Capital markets and corporate control: A study of France, Germany and the UK. *Economic Policy* 5(10): 191-231.
- Freeman, R. (1983). Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. *California Management Review* 25(3): 88-106.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman Ed.
- Freeman, R. E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Frias-Aceituno, J. V., Rodriguez-Ariza, L., & Garcia-Sanchez, I. M. (2013). The role of the board in the dissemination of integrated corporate social reporting. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 20(4): 219-233.
- Friend, I., & Lang, L. H. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *The Journal of Finance* 43(2): 271-2814.

- Gallego-Álvarez, I., García-Sánchez, I. M., y Rodríguez-Dominguez, L. (2010). The influence of gender diversity on corporate performance. *Revista de Contabilidad* 3(1): 53-88.
- Ganiyu, Y. O., & Abiodun, B. Y. (2012). The impact of corporate governance on capital structure decision of Nigerian firms. *Research Journal in Organizational Psychology & Educational Studies* 1(2): 121-128.
- García-Ramos, R., & García-Olalla, M. (2011). Board Characteristics and Firm Performance in Public Founder –and No founder-led Family Businesses. *Journal of Family Business Strategy* 2(4): 220-231.
- García-Sánchez, I. M. (2010). The effectiveness of corporate governance: Board structure and business technical efficiency in Spain. *Central European Journal of Operations Research* 18(3): 311-339.
- García-Sánchez, I. M., Frias-Aceituno, J. V., & García-Rubio, R. (2012). Determining factors of audit committee attributes Evidence from Spain. *International Journal of Auditing* 16(2): 184-213.
- Gaur, S. S., Bathula, H., & Singh, D. (2015). Ownership Concentration, Board Characteristics and Firm Performance. *Management Decision* 53 (5): 911-931.
- Ghosh, C., Giambona, E., Harding, J. P., & Sirmans, C. F. (2011). How entrenchment, incentives and governance influence REIT capital structure. *The Journal of Real Estate Finance and Economics* 43(1-2): 39-72.
- Gill, M. S., Vijay, T. S., & Jha, S. (2009). Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance: A Survey of Literature. *IUP Journal of Corporate Governance* 8(1): 7-21.
- Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: an overview. *Journal of Corporate Finance* 12(3): 381-402.
- Gilson, S. C. (1997). Transactions costs and capital structure choice: Evidence from financially distressed firms. *The Journal of Finance* 52(1): 161-196.
- Glaeser, E., & Shleifer, A. (2002). Legal origins. *The Quarterly Journal of Economics* 117(4): 1193-1229.
- Glendon, M. A., Gordon, M. W., & Osakwe, C. (1992). *Comparative Legal Traditions* Cambridge: West Academic Publishing.

- Goh, B. W. (2009). Audit committees, boards of directors, and remediation of material weaknesses in internal control. *Contemporary Accounting Research* 26(2): 549-579.
- Gorga, E. (2009). Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership. Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Journal of International Law & Business* 29(1): 439-554.
- Gourevitch, P. A., & Shinn, J. (2005). *Political Power and Corporate Control: The new global politics of corporate governance*. Princeton: Princeton University Press.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics* 60(2): 187-243.
- Granado-Peiró, N., & López-Gracia, J. (2016). Corporate Governance and Capital Structure: A Spanish Study. *European Management Review* 14(1): 33-45.
- Grilli, E. (2005). Political economy and economic development in Latin America in the second half of the 20th century. *Journal of Policy Modeling* 27(1): 1-31.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1982). *Corporate financial structure and managerial incentive en The Economics of Information and Uncertainty*. Chicago: University of Chicago Press.
- Gupta, M., & Fields, L. P. (2009). Board Independence and Corporate Governance: Evidence from Director Resignations. *Journal of Business Finance & Accounting* 36(1-2): 161-184.
- Hall, P. & Soskice., D (2001). Introduction to varieties of capitalism. In Hall and Soskice. *Varieties of Capitalism: The institutional foundations of comparative Advantage*. New York: Oxford University Press.
- Harris, J. M., & Raviv, A. (2008). A theory of board control and size. *Review of Financial Studies* 21(4): 1797-1832.
- Harrison, J. S., Bosse, D. A., & Phillips, R. A. (2010). Managing for stakeholders, stakeholder utility functions, and competitive advantage. *Strategic Management Journal* 31(1): 58-74.

- Haque, F., Arun, T. G., & Kirkpatrick, C. (2011). Corporate governance and capital structure in developing countries: a case study of Bangladesh. *Applied Economics* 43(6): 673-681.
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica: Journal of the Econometric Society* 1251-1271.
- Hay, D., & Davis, D. (2004). The voluntary choice of an auditor of any level of quality. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 23(2): 37-53.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1988). The determinants of board composition. *The RAND Journal of Economics* 19(4): 589-606
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). Board of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economics literature. *Economic Policy Review* 9(1): 1-20.
- Higgs, D. (2003). *Review of the Role and Effectiveness of Non-executive Directors*. London: The Stationery Office Ed.
- Hillman, A. J., Shropshire, C., & Cannella, A. A. (2007). Organizational predictors of women on corporate boards. *Academy of Management Journal* 50(4): 941-952.
- Hope, O. K., Kang, T., Thomas, W., & Yoo, Y. K. (2008). Culture and auditor choice: A test of the secrecy hypothesis. *Journal of Accounting and Public Policy* 27(5): 357-373.
- Horngren, C. T., Rajan, M., & Datar, S. (2014). *Cost Accounting: A Managerial Emphasis USA*: Pearson Education Ed.
- Hoskisson, R. E., Lau, L., & Wright, M. (2000). Strategy in emerging economies. *Academy of Management Journal* 43(3): 249-267.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative analysis* 36(1): 1-24.
- Hull, R. M. (1999). Leverage ratios, industry norms, and stock price reaction: An empirical investigation of stock-for-debt transactions. *Financial Management*: 32-45.
- Huyghebaert, N., & Wang, L. (2012). Expropriation of minority investors in Chinese listed firms: The role of internal and external corporate governance mechanisms. *Corporate Governance: An International Review* 20(3): 308-332.

- Hwang, B. H., & Kim, S. (2009). It pays to have friends. *Journal of Financial Economics* 93(1): 138-158.
- IGCLA [Red de Institutos de Gobierno Corporativo de Latinoamérica] (2011). Guía de Recursos de Gobierno Corporativo Latinoamérica. http://www.gcgf.org/wps/wcm/connect/b9f17e804f76c064ab0aef0098cb14b9/ICGLA_Guide_2012.pdf?MOD=AJPERES [Consultado 30 de marzo de 2015].
- Iturriaga, F. L., & Hoffmann, P. S. (2007). Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes de los problemas de agencia en la gran empresa española. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa* 10(31): 119-146.
- Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review* 17(4): 492-509.
- Jain, T., & Jamali, D. (2016). Looking inside the black box: the effect of corporate governance on corporate social responsibility. *Corporate Governance: An International Review* 24(3): 253-273.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76(2): 323-329.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance* 48(3): 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Finance Economics* 3(4): 305-360.
- Jiraporn, P., & Gleason, K. C. (2007). Capital structure, shareholder rights and corporate governance. *Journal of Financial Research* 30(1): 21-33.
- Jiraporn, P., Kim, J. C., Kim, Y. S., & Kitsabunnarat P. (2012). Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS). *International Review of Economics & Finance* 22(1): 208-221.
- John, K., & Senbet, L.W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance* 22(4): 371-403.
- Johnson, J. L., Daily, C. M., & Ellstrand, A. E. (1996). Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of Management* 22(3): 409-438.

- Johnson, S., La Porta, R., López-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review* 92(5): 22-27.
- Judge, W. Q., Gaur, A., & Muller-Kahle, M. I. (2010). Antecedents of shareholder activism in target firms: evidence from a multi-country study. *Corporate Governance: An International Review* 18(4): 258-273.
- Kali, R., & Sarkar, J. (2011). Diversification and tunneling: Evidence from Indian business groups. *Journal of Comparative Economics* 39(3): 349-367.
- Kang, H., Cheng, M., & Gray, S. J. (2007). Corporate Governance and Board Composition: diversity and independence of Australian boards. *Corporate Governance: An International Review* 15(2): 194-207.
- Karamanou, I., & Vafeas, N. (2005). The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis. *Journal of Accounting Research* 43(3): 453-486.
- Keasey, K. & Wright, M. (1993). Issues in corporate accountability and governance: An editorial. *Accounting and Business Research* 23(91): 291-303.
- Keasey, K., Thompson, S. & Wright, M. (1997). *Introduction: the corporate governance problem competing diagnoses and solutions*. Oxford: Oxford University Press.
- Kesner, I. F. (1988). Director's characteristics and committee membership: An investigation of type, occupation, tenure and gender. *Academy of Management Journal* 31(1): 66-84.
- Khanna, T., & Yafeh, Y. (2007). Business Groups in Emerging Markets: Paragons or parasites?' *Journal of Economic Literature* 45(2): 331-372.
- Kiel, G. C., & Nicholson, G. J. (2003). Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review* 11(3): 189-205.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33(3): 375-400.
- Knechel, W. R., Niemi, L., & Sundgren, S. (2008). Determinants of auditor choice: Evidence from a small client market. *International Journal of Auditing* 12(1): 65-88.

- Krishnan, J., & Schauer, P. C. (2000). The differentiation of quality among auditors: Evidence from the not-for-profit sector. *Auditing a Journal of Practice & Theory* 19(2): 9-25.
- Kyereboah-Coleman, A., & Biekpe, N. (2006). Corporate Governance and financing choices of firms: A panel data analysis. *South African Journal of Economics* 74(4): 670-681.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance* 52(3): 1131-1150.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy* 106(6): 1113-1155.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). The quality of government. *Journal of Law, Economics and Organization* 15(1): 222-279.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58(1-2): 3-27.
- Lawal, B. (2012). Board dynamics and Corporate Performance: Review of Literature and Empirical Challenges. *International Journal of Economics and Finance* 4(1): 22-35.
- Lefort, F. (2004). Gobierno Corporativo: ¿Qué es? y ¿Cómo andamos por casa? *Cuadernos de Economía* 4(120): 207-237.
- Lefort, F. (2005). Ownership structure and corporate governance in Latin America. *Abante* 8(1): 55-84.
- Lefort, F., & González, R. (2008). Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile. *Abante* 11(1): 17-37.
- Lefort, F., & Walker, E. (2007). Do markets penalize agency conflicts between controlling and minority shareholders? Evidence from Chile. *The Developing Economies* 45(3): 283-314.
- Lemmon, M., & Zender, J. (2010). Debt capacity and tests of capital structure theories. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 45(1): 1161-1187
- Lennox, C. L. (1999a). Are large auditors more accurate than small auditors? *Accounting and Business Research* 29(3): 217-227.

- Lennox, C. L. (1999b). Audit quality and auditor size: an evaluation of reputation and deep pockets hypothesis. *Journal of Business Finance and Accounting* 26(7-8): 779-805.
- Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics* 87(2): 308-328.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer* 48(1): 59-77.
- López-de-Foronda, O., López-Iturriaga, F. J., & Santamaria-Mariscal, M. (2007). Ownership Structure, Sharing of Control and Legal Framework: International evidence. *Corporate Governance: An International Review* 15(6): 1130-1143.
- López Herrera, F., & Ríos Szalay, J. (2005). Resumen de los principios de la OECD para el gobierno corporativo. *Contaduría y Administración* 216(1): 169-182
- López-Gracia, J., & Sogorb-Mira, F. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economics* 31(2): 117-136.
- Lubatkin, M. H., Lane, P. J., Collin S. O., & Very P. (2005). Origins of corporate governance in the USA, Sweden and France. *Organization Studies* 26 (1): 867-888.
- Luo, Y. (2005). How does globalization affect corporate governance and accountability? A perspective from MNEs. *Journal of International Management* 11(1): 19-41.
- Mahadeo, J. D., Soobaroyen, T., & Hanuman, V. O. (2012). Board composition and financial performance: Uncovering the effects of diversity in an emerging economy. *Journal of Business Ethics* 105(3): 375-388.
- Mande, V., Park, Y. V., & Son, M. (2012). Equity or debt financing: does good corporate governance matter? *Corporate Governance: An International Review* 20(2): 195-211.
- Marinova, J., Plantenga, J., & Remery, C. (2016). Gender diversity and firm performance: evidence from Dutch and Danish boardrooms. *The International Journal of Human Resource Management* 27(15): 1777-1790.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2011). Evidence on the international evolution and convergence of corporate governance regulations. *Journal of Corporate Finance* 17(5): 1531-1557.

- Masulis, R.W., & Mobbs, S. (2011). Are all inside directors the same? Evidence from the external directorship market. *The Journal of Finance* 66(3): 823-872.
- Mateev, M., Poutziouris, P., & Ivanov, K. (2013). On the determinants of SME capital structure in Central and Eastern Europe: A dynamic panel analysis. *Research in International Business and Finance* 27(1): 28-51.
- Maury, B., & Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance* 29(7): 1813-1834.
- Mautz, R. K., & Neary, R. D. (1979). Corporate Audit Committee- Quo -Vadis. *Journal of Accountancy* 148(4): 83-88.
- McGregor, J. (2000). *The New Zealand experiment training to be on board as a director*. En Women on Corporate Boards of Directors. New Zealand: Klumer Academic Publishers.
- Mehran, H. (1992). Executive incentive plans, corporate control, and capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*: 539-560.
- Meier, H. H., & Meier, N. C. (2014). Corporate governance: an examination of US and European models. *Corporate Ownership and Control* 11(2): 347-351.
- Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small business economics* 12(2): 113-130.
- Millar, C. C., Eldomiaty, T. I., Choi, C. J., & Hilton, B. (2005). Corporate governance and institutional transparency in emerging markets. *Journal of Business Ethics* 59(1-2): 163-174.
- Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *The Journal of Finance* 32 (2): 261-275.
- Mishra, D. R. (2011). Multiple large Shareholders and Corporate Risk Taking: Evidence from East Asia. *Corporate Governance: An International Review* 19(6): 507-528.
- Mitton, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics* 64(2): 215-241.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review* 48(3): 261-297.

- Monks, R. A. (2007). Two challenges for fiduciary capitalism. *Corporate Governance: An International Review* 15(3): 486-493.
- Monks, R. A. & Minow, N. (1995). *Corporate governance*. Cambridge: Blackwell Business Ed.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20(1): 293-315.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment and growth. *Journal of Economic Literature* 43(3): 655-720.
- Morck, R., & Yeung, B. (2005). Dividend taxation and corporate governance. *The Journal of Economic Perspectives* 19(3): 163-180.
- Morellec, E., Nikolov, B., & Schürhoff, N. (2012). Corporate governance and capital structure dynamics. *The Journal of Finance* 67(3): 803-848.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5(2): 147-175.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance* 39(3): 575-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13(2): 187-221.
- Naiker, V., & Sharma, D. S. (2009). Former audit partners on the audit committee and internal control deficiencies. *The Accounting Review* 84(2): 559-587.
- Nicholson, G. J., & Kiel, G. C. (2007). Can directors impact performance? A case-based test of three theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review* 15(4): 585-608.
- North, D. C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Ntim, C. G. (2015). Board diversity and organizational valuation: unravelling the effects of ethnicity and gender. *Journal of Management & Governance* 19(1): 167-195.
- OCDE [Organización de Cooperación y Desarrollo Económico] (1999). *Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades*. París: OCDE.

- OCDE [Organización de Cooperación y Desarrollo Económico] (2004). OECD Principles of Corporate Governance. Disponible en: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>
- OCDE [Organización de Cooperación y Desarrollo Económico] (2011). Fortaleciendo el gobierno corporativo latinoamericano. El papel de los inversionistas institucionales. Disponible en: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/49082629.pdf>
- Oman, C. (2003). *Corporate governance in development. The experiences of Brazil, Chile, India and South Africa*. Paris: Center for International Private Enterprise, OCDE.
- OMC [Organización Mundial del Comercio] (2003). Lealtad Comercial: El equilibrio entre la propiedad intelectual, la competencia y otros derechos. Disponible en: https://www.wto.org/spanish/forums_s/ngo_s/asipi_s.doc.
- Ooghe, H., & De Langhe, T. (2002). The Anglo-American versus the continental European corporate governance model: Empirical evidence of board composition in Belgium. *European Business Review* 14(6): 437-449.
- O'Sullivan, M. (2000). *Contests for corporate control. Corporate governance and economic performance in the United States and Germany*. New York: Oxford University Press.
- Padilla, A. (2002). Can Agency Theory Justify The Regulation Of Insider Trading. *The Quarterly Journal of Austrian Economics* 5(1): 3-38.
- Palacín-Sánchez, M. J., Ramirez-Herrera, L. M., & Di Pietro, F. (2013). Capital structure of SMEs in Spanish regions. *Small Business Economics* 41(2): 503-519.
- Palmrose, Z. V. (1988). 1987 Competitive Manuscript Co-Winner: An analysis of auditor litigation and audit service quality. *Accounting Review* 63(1): 55-73.
- Parkinson, J. E. (1993). *Corporate Power and Responsibility*. New York: Oxford University Press.
- Peng, M. W. (2003). Institutional transitions and strategic choices. *Academy of Management Review* 28(2): 275-296.
- Peng, M. W. (2004). Outside directors and firm performance during institutional transitions. *Strategic Management Journal* 25(5): 453-471.

- Peng, M. W., Buck, T., & Filatotchev, I. (2003). Do outside directors and new managers help improve firm performance? An exploratory study in Russian privatization. *Journal of World Business* 38(1): 348-360.
- Peng, M. W., & Heath, P.S. (1996). The growth of the firm in planned economies in transition: Institution, organizations and strategic choice. *Academy of Management Review* 21(2): 92-528.
- Perry, T., & Shivdasani, A. (2005). Do boards affect performance? Evidence from corporate restructuring. *The Journal of Business* 78(4): 1403-1432.
- Pfeffer, J. & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper y Row Ed.
- Pindado, J., & de La Torre, C. (2011). Capital structure: New evidence from the ownership structure. *International Review of Finance* 11(2): 213-226.
- Pratoom, K. (2011). Cross validating the consequences model of corporate governance underlying combination of stewardship and stakeholder theories. *African Journal of Business Management* 5(27): 11178-11188.
- Praveen Bhasa, M. (2004). Understanding the corporate governance quadrilateral. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society* 4(4): 7-15.
- Psillaki, M., & Daskalakis, N. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific? *Small Business Economics* 33(3): 319-333.
- Pučko, D. (2005). Corporate governance in European transition economies. *Emerging models Management* 10(1): 1-21.
- Rabelo, F., & Vasconcelos, F. (2002). Corporate governance in Brazil. *Journal of Business Ethics* 37(3): 321-335.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance* 50(5): 1421-1460
- Ravina, E., & Sapienza, O. (2010). What do independence directors know? Evidence from their trading. *Review of Financial Studies* 23(3): 962-1003.
- Rechner, L. & Dalton, D. (1991). CEO duality and organizational performance: A longitudinal study. *Strategic Management Journal* 12: 155-160.
- Renders, A., & Gaeremynck, A. (2012). Corporate governance, principal- principal agency conflicts, and firm value in European listed companies. *Corporate Governance: An International Review* 20(2): 125-143.

- Roberson, Q. M., & Park, H. J. (2007). Examining the link between diversity and firm performance the effects of diversity reputation and leader racial diversity. *Group & Organization Management* 32(5): 548-568.
- Robinson, G., & Dechant, K. (1997). Building a business case for diversity. *The Academy of Management Executive* 11(3): 21-31.
- Rogers, P., Ribeiro, K. C. D. S., & Securato, J. R. (2008). Corporate governance, stock market and economic growth in Brazil. *Journal of Corporate Ownership & Control* 6(2): 222-237.
- Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The American Economic Review* 63(2): 134-139.
- Ruigrok, W., Peck, S., Tacheva, S., Greve, P., & Hu, Y. (2006). The determinants and effects of board nomination committees. *Journal of Management & Governance* 10(2): 119-148.
- Sánchez-Ballesta, J. P., & García-Meca, E. (2007a). A meta-analytic vision of the effect of ownership structure on firm performance. *Corporate Governance an International Review* 15(5): 879-892.
- Sánchez-Ballesta, J. P., & García-Meca, E. (2007b). Ownership structure, discretionary accruals and the informativeness of earnings. *Corporate Governance: An International Review* 15(4): 677-691.
- Santiago-Castro, M. & Brown, C. J. (2007). Ownership structure and minority rights: A Latin American review. *Journal of Economics and Business* 59(5): 430-442.
- Santos, M. S., Moreira, A. C., & Vieira, E. S. (2014). Ownership concentration, contestability, family firms, and capital structure. *Journal of Management & Governance* 18(4): 1063-1107.
- Schneper, W. D., & Guillén, M. F. (2004). Stakeholder rights and corporate governance: A cross-national study of hostile takeovers. *Administrative Science Quarterly* 49(2): 263-295.
- SEC [Securities and Exchange Commission] (1979). Securities and Exchange Commissions. Statement of management on internal accounting control. Release 15772. Washington, D.C. Disponible en: <https://www.sec.gov/info/accountants/stafficreporting.htm>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance* 52(2): 737-783.

- Short, H., Keasey, K., & Duxbury, D. (2002). Capital structure, management ownership and large external shareholders: a UK analysis. *International Journal of the Economics of Business* 9(3): 375-399.
- Shukeri, S. N., Shin, O. W., & Shaari, M. S. (2012). Does board of director's characteristics affect firm performance? Evidence from Malaysian public listed companies. *International Business Research* 5(9): 120-127
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal Financial Economics* 51(2): 219-244.
- Siddiqui, J. (2010). Development of corporate governance regulations. The case of an emerging economy. *Journal of Business Ethics* 91(2): 253-274.
- Singh, D. A., & Gaur, A. S. (2009). Business group affiliation, firm governance, and firm performance: Evidence from China and India. *Corporate Governance: An International Review* 17(4): 411-425.
- Smith, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. London UK: Strahan & T. Cadell Ed.
- Smith, N., Smith, V., & Verner, M. (2006). Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 Danish firms. *International Journal of Productivity and Performance Management* 55(7): 569-593.
- Smith, P. (2001). Engineering Directionship Diversity. *New Zealand Management* 48(9): 50-51.
- Sogorb-Mira, F. (2005). How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from a 1994–1998 Spanish data panel. *Small Business Economics* 25(5): 447-457.
- Solomon, W. J. (1993). *Crisis prevention: how to gear up your board*. Massachusetts: Harvard Business Review.
- Standard & Poor's (2015). Standard and Poor's Indicators. <http://www.spinnindices.com/indices/equity/sp-lac-40-us> [Consultado el 13 de marzo de 2016].
- Strange, R., Filatotchev, I., Buck, T. & Wright, M. (2009). Corporate governance and international business. *Management International Review* 49(4): 395-407.

- Suto, M. (2003). Capital structure and investment behavior of Malaysian firms in the 1990s: a study of corporate governance before the crisis. *Corporate Governance: An International Review* 11(1): 25-39.
- Szwajkowski, E. (2000). Simplifying the principles of stakeholder management: The three most important principles. *Business & Society* 39(4): 379-396.
- Tam, O. K. (1995). Corporate governance in China's listed companies. *Corporate Governance: An International Review* 3(1): 21-29.
- Terjesen, S., Sealy, R., & Singh, V. (2009). Women directors on corporate boards: A review and research agenda. *Corporate Governance: an International Review* 17(3): 320-337.
- Tuschke, A., & Sanders, G. (2003). Antecedents and consequences of corporate governance reform: the case of Germany. *Strategic Management Journal* 24(7): 631-649.
- UNCTAD [United Nations Conference on Trade and Development] (2003).Indicadores. New York: Press Release Ed. Disponible en <http://unctad.org/es/Paginas/Home.aspx>
- Uwuigbe, U., Ranti, U. O., & Sunday, D. P. (2014). Corporate governance and capital structure: evidence from listed firms in Nigeria stock exchange. *Advances in Management* 7(2): 44-49.
- Van der Walt, N., & Ingley, C. (2003). Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors. *Corporate Governance: An International Review* 11(3): 218-234.
- Volpin, P. (2002). Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy. *Journal of Financial Economics* 64(1): 61-90.
- Walsh, J. P., & Seward, J. K. (1990). On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *Academy of Management Review* 15(1): 421-458.
- Watt, R. L. & Zimmerman, J. (1983). Agency problems, auditing and the theory of the firm: some evidence. *Journal of law and Economics* 26: 613-633.
- Weimer, J., & Pape, J. (1999). A taxonomy of systems of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review* 7(2): 152-166.
- Weir, C., & Laing, D. (2001). Governance Structures, Director Independence and Corporate Performance in the UK. *European Business Review* 13(2): 86-95.

- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 20(1-2): 431-460.
- Wen, Y., Rwegasira, K., & Bilderbeek, J. (2002). Corporate Governance and Capital Structure Decisions of Chinese Listed Firms. *Corporate Governance: An International Review* 10(2): 75-83.
- Wheeler, D., Fabig H., & Boele, R. (2002). Paradoxes and dilemmas for stakeholder responsive firms in the extractive sector: Lessons from the case of Shell and the Ogoni. *Journal of Business Ethics* 39(3): 297-318.
- Williamson, O. (1985). *The economic institutions of capitalism*. New York: The Free Press.
- Williamson, O., & Winter, S. (1991). *The nature of the firm: Origins, evolution and development*. Oxford: Oxford University Press.
- Winton, A. (1993). Limitation of Liability and the Ownership Structure of the Firm. *The Journal of Finance* 48(2): 487-512.
- Wiwattanakantang, Y. (1999). An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. *Pacific-Basin Finance Journal* 7(3): 371-403.
- Wolnizer, P. W. (1995). Are audit committees red herrings? *Abacus* 31(1): 45-66.
- Wright, M., Filatotchev, I., H. R., & Pen, M. (2005). Strategy research in emerging economies: Challenging the conventional wisdom. *Journal of Management Studies* 42(1): 1-33.
- Xu, X., & Wang, Y. (1997). *Ownership structure, corporate governance, and corporate performance: The case of Chinese stock companies*. Washington: World Bank Publications.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40(2): 185-211.
- Yeung, H. (2006). Change and continuity in Southeast Asian Chinese business. *Asia Pacific Journal of Management* 23(3): 229-254.
- Yoshikawa, T., Zhu, H., & Wang, P., (2014). National governance system, corporate ownership, and roles of outside directors: A corporate governance bundle perspective. *Corporate Governance: An International Review* 22(1): 252-265.

Referencias

- Young, M. N., Pen, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G., & Jiang, Y. (2008). Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective. *Journal of Management Studies* 45(1): 196-220.
- Zattoni, A., & Cuomo, F. (2008). Why adopt codes of good governance? A comparison of institutional and efficiency perspectives. *Corporate Governance: An International Review* 16(1): 1-15.
- Zingales, L. (1998). *Corporate Governance. The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. New York: The MacMillan Company.

Fe de erratas

Tesis Doctoral: Estructura de Capital y Gobierno Corporativo en empresas de América Latina. Casos de Brasil, Chile y México.

Presentada por: Silvia Castro Ruiz

- **Página 59**, donde dice: “Por su parte, la investigación orientada a analizar la influencia de la gobernanza empresarial sobre la estructura de capital ha experimentado un notable crecimiento recientemente (Granado-Peiró y López-Gracia, 2016; Dasilas y Papasyriopoulos, 2015; Jiraporn *et al.*, 2012; Mande *et al.*, 2012; Morellec *et al.*, 2012; Ghosh *et al.*, 2011; Berger *et al.*, 1997)”,

debe decir: “Por su parte, la investigación orientada a analizar la influencia de la gobernanza empresarial sobre la estructura de capital ha experimentado un notable crecimiento recientemente (Granado-Peiró y López-Gracia, 2016; Dasilas y Papasyriopoulos, 2015; Jiraporn *et al.*, 2012; Mande *et al.*, 2012; Morellec *et al.*, 2012; **Correia *et al.*, 2011**; Ghosh *et al.*, 2011; **Céspedes *et al.*, 2010**; **Da Silveira *et al.*, 2008**; Berger *et al.*, 1997)”.

- **Página 61**, donde dice: “Además, no tenemos evidencia de estudios comparativos en el ámbito de países latinoamericanos, por lo que esta investigación intenta aportar evidencia en este sentido”,

debe decir: “Además, no tenemos evidencia de estudios comparativos en el ámbito de países latinoamericanos, **salvo Céspedes *et al.* (2010) que analizan el papel de la concentración. En consecuencia**, esta investigación intenta aportar evidencia en este sentido”.

- **Página 168. Referencias**, se debe añadir:

Céspedes, J.; González, M., & Molina, C. A. (2010). Ownership and capital structure in Latin America. *Journal of Business Research*. 63(3): 248-254.