



UNIVERSIDAD DE BURGOS
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

TRABAJO DE FIN DE GRADO

Corrupción corporativa, gobierno
corporativo y coste de capital: evidencia
para el IBEX 35

Autor/a: Judit De Toro Serna

Tutor/a: M. Elena Romero Merino

Grado en Finanzas y Contabilidad

Curso Académico: 2025-2026

Burgos, mayo de 2026

ÍNDICE

RESUMEN	3
1.- INTRODUCCIÓN	4
2. MARCO TEÓRICO.....	5
2.1. Corrupción corporativa.....	5
2.2. Corrupción corporativa dentro del marco de la teoría de la agencia.....	6
2.3. El consejo de Administración como mecanismo interno de gobierno corporativo.....	8
2.4. Coste de capital corporativo	9
2.5. Corrupción corporativa, mecanismos de gobierno y coste de capital	10
3.- MUESTRA, MODELO Y METODOLOGÍA.....	12
3.1. Muestra y fuentes de información	12
3.2. Modelo y descripción de variables	14
3.3. Metodología.....	17
4.- RESULTADOS DESCRIPTIVOS	17
5.- ANÁLISIS EXPLICATIVO	22
6.- DISCUSIÓN DE RESULTADOS	28
7.- CONCLUSIONES.....	29
8.- BIBLIOGRAFIA	31
9. ANEXOS	32

RESUMEN

Este trabajo analiza la relación entre la corrupción corporativa y el coste de capital, así como la influencia del papel moderador del gobierno corporativo para las empresas del IBEX 35 durante el periodo 2020-2024. El estudio parte de la hipótesis de que la existencia de noticias relacionadas con corrupción corporativa aumenta el riesgo percibido por los inversores, y, consecuentemente, eleva el coste de capital. Asimismo, se plantea que la composición del consejo de administración influye directamente sobre este coste, y que un consejo configurado de forma eficaz puede moderar dicha relación.

Los resultados muestran que las noticias de corrupción no tienen un efecto significativo sobre el coste de capital. Sin embargo, algunas características del consejo sí influyen en la percepción del riesgo y en las condiciones de financiación. Tampoco se encuentra evidencia del efecto moderador significativo del consejo de administración sobre la relación entre corrupción corporativa y coste de capital.

PALABRAS CLAVE

Corrupción corporativa, coste de capital, gobierno corporativo, IBEX 35, consejo de administración.

ABSTRACT

This paper analyses the relationship between corporate corruption and the cost of capital, as well as the influence of the moderating role of corporate governance in IBEX 35 companies during the 2020–2024 period. The study is based on the hypothesis that the existence of news related to corporate corruption increases the risk perceived by investors and, consequently, raises the cost of capital. Furthermore, it is proposed that the composition of the board of directors directly influences this cost, and that an effectively structured board may moderate this relationship.

The results show that corruption-related news does not have a significant effect on the cost of capital. However, some board characteristics do influence risk perception and financing conditions. Likewise, no evidence of a significant moderating effect of the board of directors on the relationship between corporate corruption and the cost of capital was found.

KEYWORDS

Corporate corruption, cost of capital, corporate governance, IBEX 35, board of directors.

1.- INTRODUCCIÓN

La corrupción continúa siendo un problema relevante desde el punto de vista económico, financiero e institucional. En los últimos años, con el avance de las nuevas tecnologías y la creciente digitalización se ha incrementado la relevancia de la información y la difusión de las noticias. Aunque estas siempre han sido importantes, en la actualidad cada vez es más visible el comportamiento poco ético en las empresas. En 2025, España obtuvo 55 puntos sobre 100 en el Índice de Percepción de la Corrupción de Transparencia Internacional y se situó en la posición 49 de 182 países (Transparency International, 2025). En este contexto, es preciso analizar si la corrupción corporativa afecta al riesgo percibido por los inversores, y, en consecuencia, al coste de capital de las empresas. Desde un punto de vista financiero, se espera que este tipo de conductas tengan un impacto directo en el coste de los recursos financieros. La existencia de noticias relacionadas con prácticas de corrupción corporativa puede incrementar la incertidumbre de los inversores, deteriorar la confianza del mercado, y consecuentemente, provocar un aumento en el coste de capital de la organización. En este contexto, el consejo de administración adquiere especial importancia como mecanismo de supervisión y control, ya que está destinado a reducir los posibles conflictos de agencia y limitar el comportamiento oportunista dentro de la empresa. La existencia de determinadas características dentro del consejo, como el tamaño, el porcentaje de mujeres o de consejeros independientes, y la dualidad del presidente del consejo y del CEO, pueden moderar la relación entre corrupción corporativa y coste de capital.

El objetivo principal del trabajo consiste en analizar la presencia de noticias vinculadas con actos de corrupción en las organizaciones y la influencia de su existencia en el coste de capital. De forma complementaria, se estudia si la existencia de mecanismos de gobierno corporativo destinados a abordar este tipo de problemas, pueden moderar el impacto de la corrupción corporativa sobre dicho coste. Para realizar el análisis desde un punto de vista empírico se van a utilizar las empresas que componen el IBEX 35 durante el periodo 2020-2024 mediante el uso de la información financiera, datos de gobierno corporativo y noticias de prensa relacionadas con la corrupción corporativa.

La estructura del trabajo es la siguiente. En primer lugar, en el segundo capítulo se presenta el marco teórico, en el cual se estudia la literatura previa relacionada con la corrupción corporativa, la teoría de la agencia, el papel del gobierno corporativo y el coste de capital. Asimismo, se analiza la función del Consejo de Administración como principal mecanismo interno de supervisión y control dentro de la organización, así como su posible influencia sobre la percepción del riesgo por parte de los inversores. En segundo lugar, en el tercer capítulo se describe la muestra utilizada, compuesta por las empresas del IBEX 35 en el periodo de 2020 a 2024, así como las diversas fuentes de información que han sido empleadas para la extracción de los datos financieros, de gobierno corporativo y las noticias relacionadas

con actos de corrupción corporativa. Además, se detallan las variables utilizadas para llevar a cabo el estudio y la metodología que permitirá contrastar las hipótesis planteadas.

Posteriormente, en el cuarto y quinto capítulo se expone la parte empírica conformada por los resultados descriptivos y explicativos, calculados a través de los modelos de regresión estimados. En concreto, se analiza la relación existente entre las noticias vinculadas a corrupción corporativa y el coste de capital de las empresas, así como el posible efecto directo y moderador de las características del Consejo de Administración. A continuación, se desarrolla la discusión donde los resultados se interpretan y comparan con la literatura previa estudiada, permitiendo valorar en qué medida estos coinciden o difieren con las hipótesis planteadas.

Por último, el trabajo finaliza con las principales conclusiones de la investigación, incluyendo las implicaciones derivadas de los resultados obtenidos, las limitaciones del estudio y posibles líneas de investigación futuras.

2. MARCO TEÓRICO

2.1. Corrupción corporativa

La corrupción es uno de los principales desafíos globales, el cual afecta de una forma directa al crecimiento de la economía, la confianza en las instituciones y al desarrollo de la sociedad. Podemos definirla como “una improbidad o deterioro en el proceso de toma de decisiones en el que quien toma las decisiones (en una empresa privada o en un servicio público) consiente o exige desviarse del criterio que debería regir su toma de decisiones, a cambio de una recompensa, la promesa o la expectativa de ella” (Van Duynes, 2001, p. 3). En aplicación al ámbito empresarial, adopta la denominación de corrupción corporativa, esta constituye un fenómeno complejo y específico. Se produce cuando un integrante perteneciente a la organización o bien la misma organización en su conjunto recibe un beneficio no apropiado mediante abuso de poder por prácticas indebidas u omisión de responsabilidades.

Siguiendo el enfoque de Rose-Ackerman (1978), la corrupción corporativa puede entenderse como un fenómeno compuesto por diversos elementos. En primer lugar, se encuentra el abuso de poder por el cual el autor posee una posición jerárquica superior y goza de una relación de subordinación con respecto a otro. En segundo lugar, la ventaja, esta constituye el principal motivo por el que se realiza y que conlleva un beneficio. En tercer lugar, la desviación de responsabilidades, por la cual se omiten los deberes éticos del autor, estos abordan los principios y normas que guían el buen comportamiento empresarial. En cuarto lugar, el incumplimiento de la ley que puede conllevar sanciones civiles y penales. Y, por último, los perjuicios causados por el hecho, que pueden afectar directamente a la organización o bien a terceros grupos de interés.

Entre los actos de corrupción corporativa más habituales se puede encontrar el fraude, el soborno o la malversación de fondos. El fraude en palabras de Gutiérrez (2020, p. 492) “es una práctica criminal que consiste en la manipulación de información financiera u operativa, la cual se oculta, adultera o falsifica”. Continuando en esta línea, según la Real Academia Española (RAE, 2023), el soborno es la acción y efecto de sobornar, entendida como la dádiva o incentivo con que se persuade a alguien a actuar a favor de otro. Asimismo, se define como dar dinero o regalos con la finalidad de obtener algo de forma ilícita. En este mismo sentido, la malversación de fondos es la acción y efecto de malversar, entendida como apropiarse o destinar caudales a un uso ajeno a su función.

Cuando se detecta una práctica corporativa corrupta, la empresa sufre un daño claro en su imagen pública, produciéndose un perjuicio reputacional, que no solamente deriva en las sanciones legales a las que pueden conducirla, sino que también, este comportamiento puede traducirse en una pérdida de confianza de los stakeholders, en una disminución de sus ingresos, y en última instancia, en una bajada en la capitalización del mercado.

2.2. Corrupción corporativa dentro del marco de la teoría de la agencia

La relación de agencia se puede definir como un contrato bajo el cual una persona (agente) se compromete frente a otra u otras (principal) a prestar un servicio en su nombre e implica una delegación en el agente de la capacidad para tomar decisiones (Jensen y Meckling, 1976).

Los autores Berle y Means (1932) analizaron la empresa bajo un enfoque contractual, centrándose en el problema de la separación entre propiedad y control de las grandes corporaciones. Su estudio describía cómo se profesionalizaba la función directiva, produciéndose una separación entre la figura del accionista (propiedad) y la dirección (control). Esta separación puede dar lugar a un problema de usurpación del poder por parte de los gerentes (agentes), cuya actuación podría estar motivada por unos intereses propios distintos -e incluso en ocasiones opuestos- a los de los accionistas (principales) (Berle y Means, 1932; Jensen y Meckling, 1976). Esos intereses que pueden estar en conflicto dan lugar a la aparición de costes de agencia¹.

Con el objeto de mitigar la posibilidad de que se reduzca la corrupción corporativa existen ciertos mecanismos. Para combatir esta divergencia de intereses, reducir dichos costes de agencia y, por lo tanto, disminuir la posibilidad de que se produzcan actos de corrupción corporativa existe ciertos

¹ Se clasifican en tres tipos. En primer lugar, los costes de supervisión o control por parte del principal. En segundo lugar, los costes de aval o fianza soportados por el agente para garantizar su fidelidad. Y, por último, los costes derivados de la pérdida residual, como el coste de oportunidad o pérdida en el bienestar del principal (Al-Faryan, 2024; Jensen y Meckling, 1976).

mecanismos. En primer lugar, destacamos los incentivos, que no tienen únicamente un propósito retributivo, sino que buscan limitar el comportamiento oportunista –o, en el extremo, corrupto– del agente. Entre ellos se encuentran la retribución variable, el *stock options* o la participación en la propiedad. Y, en segundo lugar, están los mecanismos de gobierno corporativo, como el consejo de administración, los comités de auditoría y los sistemas de control interno. Todos ellos contribuyen a reducir el oportunismo, disminuyendo la probabilidad de que se produzcan comportamientos corruptivos corporativos y favoreciendo la protección de los accionistas, ya que permiten la detección de irregularidades y la imposición de sanciones (Al-Faryan, 2024).

La separación entre principal y agente no generaría problemas o costes si los contratos que se formalizan entre directivo y accionista fueran completos, y si no existieran asimetrías de información entre ambas partes. Sin embargo, ni los contratos son completos, por lo que siempre existe margen para la discrecionalidad del agente, ni la información disponible siempre se distribuye de forma equitativa entre los distintos interesados. En este contexto, surgen asimetrías de información, en las que el agente dispone de mayor o mejor información que el principal, lo que puede llevarle a priorizar la maximización de su propio bienestar (Jensen y Meckling, 1976; Kiswanto y Fitriani, 2019). En consecuencia, pueden aparecer problemas de selección adversa, en los que una de las partes conoce aspectos relevantes y necesarios que la otra parte desconoce, así como situaciones de riesgo moral, entendidas como la posibilidad de que uno de los sujetos adopte comportamientos oportunistas al no poder ser supervisado plenamente. Cuanto mayores son las asimetrías de información, mayor es la probabilidad de que surjan prácticas oportunistas en la organización. Los comportamientos corruptos pueden entenderse como una manifestación extrema del oportunismo de los directivos, como ejemplos de ello se pueden encontrar la manipulación de resultados por parte de los directivos o el uso de ciertas políticas corporativas para favorecer dicha manipulación (Chouaibi et al., 2025).

En este marco de teoría de la agencia, cuando las asimetrías de información son muy elevadas, los mecanismos de control son débiles, o los sistemas de incentivos no funcionan, el comportamiento oportunista puede adoptar formas más graves, como el fraude, la manipulación informativa o la corrupción corporativa. En consecuencia, se generan costes para la empresa que también recaen sobre los accionistas, lo que disminuye el valor de la empresa y constituye una forma estructural de expropiación (Bolarinwa y Soetan, 2023).

Cuando las empresas presentan niveles elevados de corrupción, existe una menor protección del accionariado y aumenta el riesgo de que se produzca la expropiación de accionistas minoritarios. En este sentido, puede producirse una transferencia de riqueza desde los accionistas hacia los directivos, que son quienes ejercen el control, facilitando así procesos de expropiación que debilitan la protección de los

derechos de propiedad. En conclusión, cuando existen esos comportamientos de corrupción corporativa, aumenta el riesgo y, por lo tanto, se espera que los accionistas y/o acreedores exijan una rentabilidad más elevada (Chouaibi et al., 2022).

2.3. El consejo de Administración como mecanismo interno de gobierno corporativo

Entre los mecanismos de gobierno que se encargan de supervisar la gestión corporativa limitando el oportunismo directivo, destaca el papel del Consejo de Administración como principal mecanismo interno de gobierno corporativo. Su función se centra en reducir el oportunismo directivo y los problemas de agencia en la organización derivados de la separación entre propiedad y control (Jensen y Meckling, 1976). Entre sus responsabilidades, se encuentran el establecimiento de objetivos estratégicos, proporcionando el liderazgo para su implementación y la supervisión de la gestión, garantizando la rendición de cuentas ante los accionistas sobre la gestión (Cadbury, 1992; Lombardi et al., 2020).

La capacidad del Consejo para desempeñar de manera eficaz la supervisión y control directivo depende en gran medida de su composición debido a que marca su efectividad en la supervisión de la dirección. Diversos estudios han evidenciado que las empresas con determinadas características de consejo logran un mayor desempeño, en parte debido a una mayor divulgación de información, que se traduce en mayores niveles de transparencia. No obstante, esta transparencia no debe interpretarse como absoluta, sino como un reflejo del adecuado funcionamiento de la empresa y de la existencia de sistemas de control eficaces. Por ello, un consejo más eficaz tiende a la búsqueda de mayores niveles de transparencia para trasladar a la sociedad su buen funcionamiento respecto a la supervisión del directivo.

Según la literatura previa, factores como el tamaño, la independencia, la diversidad de género y la dualidad del CEO tienen un reflejo directo sobre su capacidad para controlar o supervisar. Así, por ejemplo, algunos autores encuentran una relación positiva entre el tamaño del consejo y el nivel de divulgación corporativa. Otros trabajos destacan la importancia de la existencia de consejeros independientes, ya que estos aportan una supervisión más eficaz (Previtali y Cerchiello, 2023). En línea con la independencia del Consejo, la dualidad del CEO (cuando el cargo del director ejecutivo y del presidente del consejo recaen sobre la misma persona) es otro de los aspectos más relevantes del Consejo de Administración. Según Previtali y Cerchiello (2023) esta relación puede suponer efectos negativos, debido a que el poder se centra únicamente en un solo cargo, lo que puede conllevar a tomar decisiones sesgadas, reduciendo la transparencia, y limitando el control.

Por otra parte, la diversidad de género puede mejorar la capacidad de la empresa para responder a los cambios del entorno, mejorando y ampliando la visión de la toma de decisiones. De acuerdo con Lombardi et al. (2020), las mujeres que se encuentran en el consejo tienden a centrar en mayor

proporción su atención a la divulgación de información no financiera y muestran una mayor orientación hacia los valores éticos.

En conclusión, un gobierno corporativo sólido, contribuye a la reducción del oportunismo y de conflictos de agencia. Las características mencionadas anteriormente garantizan la buena supervisión y control, que no solo reducen los riesgos asociados a comportamientos oportunistas o corruptos, sino que también fortalecen la credibilidad de la empresa sobre el mercado, al generar mayor confianza entre accionistas e inversores. Consecuentemente, también contribuye a preservar la reputación y el capital institucional de la empresa.

2.4. Coste de capital corporativo

El coste de capital puede entenderse como la rentabilidad mínima que debe obtener una inversión para ser aceptada por los inversores. Este rendimiento representa el coste de oportunidad del capital, ya que depende de las oportunidades de inversión disponibles en los mercados financieros (Brealey, Myers y Allen, 2011).

Desde una perspectiva teórica, el valor de la empresa depende de los flujos de caja esperados y de la tasa a la que estos son descontados, tasa que incorpora el riesgo percibido por los inversores (Modigliani y Miller, 1958). El coste de capital está relacionado con el riesgo que perciben los inversores de tal manera que evalúa las expectativas que estos tienen de una empresa o proyecto, y, por tanto, determina la medida de los rendimientos exigidos por el mercado.

En este contexto, el modelo de valoración de activos financieros denominado Capital Asset Pricing Model (CAPM) es uno de los marcos más utilizados para estimar la rentabilidad exigida por los inversores en función del riesgo del activo valorado (Allen, Brealey y Myers, 2011). En particular, este modelo se emplea habitualmente para calcular el coste de los recursos propios de la empresa. El CAPM establece que la prima de riesgo esperada de una inversión es proporcional a su exposición al riesgo de mercado (medido a través del coeficiente beta). De esta manera, los activos que implican un mayor riesgo deben ofrecer una rentabilidad más elevada con la finalidad de compensar a los accionistas, expresándose matemáticamente mediante la siguiente ecuación: $E(r_i) = r_f + \beta_{im} (E(r_m) - r_f)$, donde la rentabilidad esperada de un activo i ($E(r_i)$) depende del tipo de interés libre de riesgo (*risk free rate*: r_f), de la prima de riesgo del mercado, medida como la diferencia entre la rentabilidad esperada del mercado y el tipo de interés libre

de riesgo $(E(r_m) - r_f)$, y de la beta del activo $(\beta_m)^2$, siendo esta última reflejo de la relación entre el riesgo del activo cuya rentabilidad se está valorando y la del mercado.

Por su parte, el coste de los recursos ajenos se aproxima mediante el tipo de interés exigido por la deuda, debido a que representa el coste de financiación para la empresa.

En este contexto, el Weighted Average Cost of Capital (WACC), es decir, el coste de capital medio ponderado representa la rentabilidad esperada de una cartera compuesta por la totalidad de la deuda y el coste de capital propio de la empresa, siendo equivalente a una media ponderada del coste de la deuda y del coste de los recursos propios en función de sus valores de mercado (Allen, Brealey y Myers, 2011).

En consecuencia, aquellas empresas percibidas por los inversores como más arriesgadas deben ofrecer mayores niveles de rentabilidad para atraer inversión, es decir, tendrán un mayor coste de capital. En este sentido, cuando existen indicios de comportamientos oportunistas o prácticas corruptas por parte de la dirección de una empresa, los inversores pueden percibir un mayor nivel de riesgo asociado a la empresa, derivado de una menor transparencia, más incertidumbre y elevados problemas de agencia. Como resultado, los mercados exigirán más rentabilidad a estas empresas, incrementándose su coste de capital.

2.5. Corrupción corporativa, mecanismos de gobierno y coste de capital

La literatura financiera ha demostrado como la corrupción y la existencia de comportamientos oportunistas dentro de la organización conllevan efectos negativos en su valoración. Los autores Lee and Ng (2002) han investigado la relación entre corrupción y valoración empresarial, llegando a la conclusión de que cuando las organizaciones tienen un mayor nivel de corrupción, su valor se ve negativamente afectado mediante la obtención de menores flujos de caja esperados y rentabilidad futura. Por ello, la

² El coeficiente Beta (β) mide el riesgo sistemático de un activo en relación con el mercado. Representa la sensibilidad de la rentabilidad de un activo cuando se producen variaciones en el rendimiento del mercado. De esta forma, permite analizar como la rentabilidad de un activo puede variar cuando cambia el rendimiento del mercado. La interpretación se realiza a través de los valores que puede ofrecer este coeficiente. Encontramos varias posibilidades. En primer lugar, cuando Beta = 1, indica que el activo tiene un nivel de riesgo que equivale al del mercado, por lo que ambos varían en misma proporción. En segundo lugar, si Beta > 1, el activo indica una mayor sensibilidad ante las fluctuaciones del mercado, conllevando directamente a un nivel más elevado de riesgo sistemático. Por el contrario, si Beta < 1, el activo representa una menor sensibilidad ante dichas fluctuaciones, siguiendo la tendencia del mercado, pero de forma más moderada. Así, cuando los activos poseen un coeficiente beta menor a uno tienden en menor medida al riesgo de la cartera. Además, se debe recalcar que cuando la cartera se compone por un alto número de activos, dependerá de la beta media de dichos activos en su conjunto. Por todo ello, el coeficiente beta constituye un elemento fundamental del modelo CAPM (Brealey, Myers y Allen, 2011).

corrupción aumenta la incertidumbre, pero no solo conlleva riesgos legales y reputacionales, sino que también puede elevar la prima de riesgo exigida por los inversores.

Desde una perspectiva financiera teórica, tal y como señalan Baxamusa y Jalal (2014), cuando se producen comportamientos corruptos dentro de la organización, los inversores perciben un mayor riesgo para recuperar su inversión, incluso cuando los contratos están correctamente definidos. La corrupción puede implicar costes adicionales asociados con la supervisión, el enforcement o el incumplimiento, lo que afecta a accionistas y acreedores. Consecuentemente, los accionistas transforman ese mayor riesgo en una mayor exigencia de rentabilidad, elevando así el coste de capital interno. Asimismo, dicho riesgo no afecta únicamente a los inversores internos, sino también a los acreedores, los cuales exigen tipos de interés más elevados debido a la existencia de improbabilidad de impago. De este modo, la corrupción incrementa tanto el coste de los recursos propios como el de la deuda y, en consecuencia, el coste de capital medio ponderado.

Si bien la corrupción corporativa supone un efecto negativo sobre el coste de capital, dicha relación puede verse moderada a través de mecanismos de gobierno, principalmente mediante el consejo de administración. El consejo de administración no solo va a tener un efecto directo sobre el coste de capital, puesto que contribuye a mejorar la supervisión, la transparencia y la confianza de los inversores, sino que también lo tendrá moderando la relación entre corrupción y coste de capital. De esta forma, cuando los mecanismos de gobierno son frágiles, aumenta la probabilidad de que se produzcan comportamientos oportunistas, lo que incrementa los problemas de agencia y, consecuentemente, sus costes. Por el contrario, si la organización tiene un Consejo de Administración bien configurado, se reducen las asimetrías de información, se refuerza su función de supervisión y se mitigan los conflictos de agencia. En definitiva, es de esperar que la buena composición del consejo de administración tenga un efecto directo reductor sobre el coste de capital (Garmaise y Liu, 2005).

Se espera que el Consejo de Administración ejerza además de ese efecto positivo y directo sobre el coste de capital, un efecto moderador entre la relación corrupción y el coste de capital. La composición del Consejo de Administración está directamente relacionada con la visión de los inversores sobre la organización. En caso de que el consejo sea efectivo y lleve a cabo mecanismos de control válidos, los inversores pueden observar ciertos actos de corrupción como hechos aislados, influyendo en menor medida en el riesgo sistemático. En cambio, cuando el gobierno es débil, tiende a percibirse como un problema que afecta de forma estructural, por lo que se produce el incremento de la prima de riesgo exigida, y así, aumenta el coste de capital. Por ello, el Consejo de Administración no solo influye en la aparición de comportamientos oportunistas en la organización, sino también en la interpretación del mercado. En este sentido, se espera que el Consejo de Administración ejerza un efecto positivo y directo

sobre el coste de capital y a su vez, conlleva un efecto moderador entre la relación corrupción y coste de capital (Garmaise y Liu, 2005).

De esta forma, se pueden plantear las siguientes hipótesis que posteriormente tratarán de ser contrastadas.

H1. Un mayor nivel de corrupción corporativa en la organización aumenta el riesgo percibido por accionistas y acreedores, lo que incrementa el coste de capital de la empresa.

H2. La composición del consejo de administración tiene un efecto directo sobre el coste de capital.

H3. Un consejo de administración configurado de manera efectiva modera la relación entre la corrupción corporativa y el coste de capital.

3.- MUESTRA, MODELO Y METODOLOGÍA

3.1. Muestra y fuentes de información

El presente trabajo de investigación se enfoca en el análisis de las empresas que conforman el IBEX 35 durante el periodo 2020-2024. Con el objetivo de mantener una muestra homogénea durante todo el periodo analizado, se ha realizado un seguimiento de las empresas que conformaban el IBEX 35 a comienzos del año 2024, sin tener en cuenta si algunas han entrado o salido de este Ibex en concreto. En el año 2024 se produjo un cambio en la composición de este índice con la entrada de la empresa Puig Brands, la cual no ha podido ser añadida por la falta de información disponible. En su lugar, Meliá Hoteles, que formaba parte del índice a comienzos de dicho año, si contiene toda la información necesaria para el análisis. Estas organizaciones han sido elegidas por diversos motivos. En primer lugar, debido a que son las empresas que representan el mercado español, siendo así las que más capitalización poseen y por ello son las más importantes desde un punto de vista tanto económico como institucional. En segundo lugar, son las más expuestas a exigencias en cuanto a transparencia y de transmisión de información a la sociedad, por lo que se espera obtener sobre ellas una mayor información. En tercer lugar, al centrarse el estudio en noticias de corrupción, estas empresas son las que más visibilidad tienen en los medios y posiblemente se encuentre más información en cuanto a casos de corrupción.

Con respecto a las fuentes de información utilizadas para poder llevar a cabo el trabajo, han sido diferentes en función de los datos que se estuviesen tratando de recopilar. De esta manera, el estudio ha tenido comienzo con la exploración de información relativa a casos de corrupción corporativa a través de la búsqueda sistemática de noticias en prensa digital. Centrándose en las fuentes periodísticas El Mundo, Expansión, El Economista, El País y Cinco Días. Para que dicha búsqueda sea estructurada y sistemática, se ha utilizado el buscador de Google, limitando la búsqueda a palabras concretas que se

relacionan especialmente con cuestiones de corrupción, siendo en concreto las siguientes: corrupción, soborno, cohecho, administración desleal, blanqueo, imputación, Audiencia Nacional y Fiscalía. Para el desarrollo de la búsqueda se ha utilizado una orden³ determinada, utilizándose de forma individual y manual para cada empresa, cada año y cada periódico.

En segundo lugar, después de la recopilación de información mencionada, la obtención de los datos relacionados con el cálculo del coste de capital se ha extraído de diversas fuentes. En primer lugar, para calcular el coste de capital propio (CAPM) se ha utilizado tanto la información de las obligaciones de estado español a 10 años a través del Tesoro Público para cada uno de los años estudiados para la obtención de los datos referentes a la tasa libre de riesgo (RF). Asimismo, la variable beta (B), ha sido obtenida a través de la página web de Investing, pudiéndose extraer este coeficiente para cada empresa individualmente. Por consiguiente, para la extracción de la prima de riesgo del mercado (PMR), se han obtenido los datos de los artículos publicados en el periodo 2020 a 2024 por Pablo Fernández Market Risk Premium, en el cual se realiza un estudio de la previsión anual de esta variable. Una vez obtenidos dichos coeficientes, se ha procedido al cálculo del coste de capital propio para los años estudiados y para todas las empresas que componen el IBEX 35.

En tercer lugar, se ha utilizado la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) para poder extraer los datos financieros de estas empresas, así como su año de constitución. En referencia al cálculo del coste de capital ajeno, ha sido necesario extraer tanto los gastos financieros como las deudas, de las cuales se han utilizado las partidas de balance: deudas con entidades de crédito, obligaciones y otros valores negociables, y acreedores por arrendamiento financiero, tanto a largo como a corto plazo. Por otro lado, para el cálculo del coste de capital medio ponderado (WACC) se han obtenido las partidas totales de activo, pasivo y patrimonio neto. Todo este análisis de datos se ha realizado para todas aquellas empresas no financieras que componen el IBEX 35. Sin embargo, algunas de las empresas han tenido que ser excluidas de esta muestra debido a que sus partidas eran insuficientes para poder realizar el cálculo del coste de capital ajeno. Siendo así excluidas las siguientes: Acciona, S.A., ArcelorMittal, S.A., Corporación Acciona Energías Renovables. S.A., Enagás S.A., Ferrovial SE, Fluidra, S.A., Iberdrola S.A., Industria Del Diseño Textil, S.A., Logista Integral, S.A., Mapfre, S.A., Repsol, S.A., y Telefónica, S.A. Adicionalmente, para obtener el tamaño de las organizaciones ya que es una variable común para toda la muestra estudiada, medida a través del activo total, se han utilizado las cuentas anuales de las empresas financieras, de las cuales los datos han sido extraídos manualmente.

³ intitle: "Empresa Ibex 35" ("corrupción" OR soborno OR cohecho OR "administración desleal" OR blanqueo OR imputación OR procesado OR "Audiencia Nacional" OR Fiscalía) site: "Periódico" after: "fecha inicial" before: "fecha final".

Todos los datos recogidos han sido expresados en miles de euros, con la finalidad de garantizar homogeneidad y una correcta comparabilidad entre empresas.

Finalmente, a través de los Informes de Gobierno Corporativo de las empresas pertenecientes al IBEX 35, los cuales han sido obtenidos a través de la Comisión Nacional de Valores (CNMV). Ha sido posible extraer los datos de la composición del Consejo de Administración de cada organización para cada uno de los años estudiados. Los datos analizados en cuestión han sido el número de consejeros que componen el Consejo de Administración, el número de consejeros independientes, el número de mujeres y, por último, la existencia de dualidad entre CEO y presidente del consejo. Como excepciones en cuanto a la búsqueda de dicha información, encontramos en primer lugar la empresa Arcelormittal, la información de los informes de gobierno corporativo anuales se ha obtenido de dos fuentes. Para los ejercicios 2020 y 2021, se utilizaron los informes disponibles en el registro de la CNMV como en el resto de las empresas. Sin embargo, para el resto de los años, debido a la falta de disponibilidad de información, se recurrió a la página web corporativa de la empresa, donde manualmente pudieron encontrarse los datos requeridos. En segundo lugar, para la empresa Corporación Acciona Energías Renovables, no se ha encontrado disponible el informe de gobierno corporativo del año 2020, ya que esta sociedad no cotizaba de forma independiente durante ese año, sino que comenzó su cotización bursátil durante el ejercicio 2021, por lo que no ha podido ser incluido. En tercer y último lugar, para la empresa Ferrovial han sido estudiados los informes de gobierno corporativo correspondientes a los años 2020, 2021 y 2022, que fueron elaborados por Ferrovial S.A, y que han podido ser encontrados en la CNMV. A partir del año 2023, la sociedad fue absorbida por Ferrovial SE, y el formato de información de gobierno corporativo sufrió cambios, pasando a integrarse en el *Integrated Annual Report* de la organización.

3.2. Modelo y descripción de variables

A continuación, se presenta la ecuación del modelo que vamos a contrastar:

$$\text{COSTE DE CAPITAL} = f(\text{Corrupción, Gobierno corporativo, Variables de control})$$

El objetivo de este modelo es analizar la medida en la que las variables de corrupción y gobierno corporativo influyen en el coste de capital de las empresas que conforman el IBEX 35.

La variable dependiente del estudio es el coste de capital que se aproxima a través de tres medidas complementarias: el coste de capital de los fondos propios mediante el modelo CAPM, el coste de capital de los fondos ajenos y el coste de capital medio ponderado (WACC). Estas tres medidas se utilizan para todas aquellas empresas no financieras. Sin embargo, para las empresas financieras únicamente se utiliza el coste de capital de los fondos propios, ya que el cálculo del coste de capital ajeno no puede realizarse para ellas, y el coste de capital medio ponderado no es comparable entre empresas financieras

y no financieras. No obstante, las empresas financieras han sido incluidas dentro de la muestra, dado que en caso contrario se reduciría considerablemente el tamaño muestral, y el propósito del estudio es analizar el efecto de la corrupción de forma conjunta para las organizaciones del IBEX 35.

En cuanto a las variables independientes, el modelo incorpora, en primer lugar, la corrupción, siendo la variable protagonista del análisis. Esta se ha aproximado a través de las noticias publicadas en prensa sobre actos como soborno, cohecho, etc. obtenidas a través de los periódicos El Mundo, Expansión, El Economista, El país y Cinco Días. Aun así, se entiende que pueden existir empresas corruptas cuyo comportamiento no se haya observado mediante la prensa. Sin embargo, al ser empresas que conforman el IBEX 35, poseen un alto nivel de transparencia y están muy fiscalizadas por la prensa. En segundo lugar, se incorpora el gobierno corporativo, concretamente con el Consejo de Administración. Esta variable es medida a través de indicadores como son el tamaño del consejo, el porcentaje de consejeros independientes, el porcentaje de mujeres que lo componen y la dualidad entre CEO y presidente del consejo.

Finalmente, el modelo incluye dos variables de control: el tamaño de la empresa, medido a través del total de activos; y la edad de la empresa, medida a través de la diferencia entre el año analizado y el año de constitución

Tabla 1. Definición de variables utilizadas.

Tipo de variable	Determinante	Representación	Cálculo
Variables dependientes	Coste de capital propio	CAPM	$RF + B * (RM - RF)$
	Coste de capital ajeno	CCAJ	$\frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Deudas}^4}$
	Coste de capital medio ponderado	WACC	$CAPM * (PN/AT) + CCAJ * (PT/AT)$
	Noticias Corrupción	NNOT	Búsqueda a través de prensa digital
	<i>Dummy</i> Corrupción	DNNOT	Toma el valor 1 si en dicho año se encuentran noticias relacionadas con corrupción y 0 en caso contrario.

⁴ Deudas con entidades de crédito, obligaciones y otros valores negociables, y acreedores por arrendamiento financiero, tanto a largo como a corto plazo.

Variables independientes	Número consejeros	CONSEJ	Toma el valor correspondiente al número de consejeros que conforman el consejo de administración de la empresa.
	% de consejeros independientes	PINDEP	Toma el valor correspondiente al porcentaje de consejeros independientes que conforman el consejo de administración de la empresa.
	Dualidad CEO y presidente del consejo de administración	DUAL	Toma el valor 1 si ambos cargos recaen sobre la misma persona y 0 en caso contrario.
	% de mujeres en el consejo	PMUJ	Toma el valor correspondiente al porcentaje de mujeres que conforman el consejo de administración de la empresa.
Variables de control	Tamaño empresa	LNAT	Ln (Activo Total)
	Edad empresa	LNEDAD	Ln (Año analizado – año de constitución)

Fuente: Elaboración propia.

3.3. Metodología

Para llevar a cabo nuestro análisis y contrastar si existe relación entre el coste de capital y la corrupción y el gobierno corporativo en las empresas del IBEX 35, se ha utilizado el programa STATA 12.

Trabajamos estimando un modelo de regresión lineal por Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO). Se trata de una metodología estadística que estudia, a través de una ecuación de una recta, la relación que existe entre dos variables, estudiando “la dependencia de una variable a explicar con respecto a una o más variables explicativas” (Castrillo y Quevedo, 2007). La idea fundamental detrás de la regresión lineal es encontrar la mejor línea recta que se ajuste a los datos observados, de modo que pueda utilizarse para predecir valores de la variable dependiente basados en los valores de las variables independientes (Montgomery et. al, 2021). Previamente a realizar las regresiones lineales correspondientes para contrastar las hipótesis planteadas, se calcularán y revisarán los estadísticos descriptivos básicos.

4.- RESULTADOS DESCRIPTIVOS

Los estadísticos descriptivos básicos (media, desviación estándar, mínimo y máximo) son medidas numéricas utilizadas para resumir las características principales. Estos proporcionan información sobre la tendencia central, la dispersión y la distribución de los datos, lo que facilita la posterior interpretación de los datos de la regresión.

El análisis descriptivo, representado en la siguiente tabla, se ha expuesto de forma desagregada en función del tipo de variable que estamos estudiando, incluyendo las variables dependientes, las independientes y las de control. Este análisis ofrece una exposición de los diversos estadísticos que caracterizan las variables previamente descritas. Los datos presentan una estructura de panel, combinando información temporal y transversal, lo que nos permite analizar la evolución de las variables a lo largo del tiempo.

Tabla 2. Estadísticos descriptivos de las variables del estudio.

Variable	Observaciones	Media	Desviación estándar	Mínimo	Máximo
Coste de capital propio	175	6,5281	2,9584	-0,2700	14,8820
Coste de capital ajeno	85	4,4677	3,7281	0,4500	19,5300

Coste de capital medio ponderado	85	6,0120	2,4468	1,8200	13,6100
Noticias Corrupción	175	1,0800	2,0883	0	13
<i>Dummy</i> Corrupción	175	0,4057	0,4924	0	1
Número consejeros	174	12,6896	2,4296	6	20
% de consejeros independientes	174	0,5487	0,1320	0,2500	0,9090
Dualidad CEO y presidente del consejo de administración	174	0,2171	0,4134	0	1
% de mujeres en el consejo	174	0,3615	0,0898	0,0833	0,6363
Tamaño empresa (LN)	175	16,4383	1,8959	12,5299	21,3314
Edad empresa	175	52,6857	42,3910	5	181

Fuente: Elaboración propia.

El número de observaciones que encontramos no es homogéneo entre variables debido a ciertas limitaciones en la disponibilidad de datos. En lo que respecta a las variables relacionadas con el consejo de administración, el año 2020 de la empresa Corporación Acciona Energías Renovables no ha podido ser encontrado ya que comenzó su cotización bursátil en el año 2021. Asimismo, el coste de capital ajeno y el coste de capital medio ponderado (WACC) presentan un menor número de observaciones, lo que se explica en primer lugar por la ausencia de información completa necesaria para su estimación en las empresas financieras y también en algunas no financieras que han tenido que ser excluidas de la

muestra, y, en segundo lugar, porque el tipo de actividad que desarrollan estas empresas hace que el coste de capital ajeno no sea comparable.

En cuanto a las variables dependientes, podemos observar que el coste de capital propio (CAPM) presenta una media de 6,53% y una desviación típica de 2,96, lo que indica que existe una variabilidad entre empresas de forma moderada. El coste de capital ajeno muestra una media inferior, siendo esta del 4,47%, aunque con una mayor dispersión, reflejando una mayor diferencia entre organizaciones. El coste de capital medio ponderado (WACC) se sitúa en un 6,01%, y su desviación típica es menor en comparación con el resto de los costes de capital, lo que muestra una estabilidad mayor al ser una media agregada.

En lo que respecta a la variable principal del estudio, la corrupción corporativa. Esta presenta un número medio de noticias de corrupción de 1,08 por empresa y año, con una desviación típica del 2,09. Cabe destacar que el valor máximo es de 13 noticias, lo que evidencia que existen casos de elevada exposición mediática, sin embargo, estos son puntuales frente a un elevado número de noticias con valores muy inferiores o incluso nulos. Por otro lado, la variable dummy, indica que aproximadamente el 40,6% de las empresas y años estudiados presentan noticias de corrupción, lo que sugiere que tiene relevancia en el análisis.

En referencia a las características del consejo de administración, el número medio de consejeros es cercano a 13 estando siempre comprendido entre 6 y 20 miembros, aunque estos extremos son valores puntuales en ciertos años y empresas. La dualidad entre el cargo de CEO y del presidente del consejo se encuentra aproximadamente en un 21,7% de los casos, por lo que en la mayor parte de las empresas dichos cargos se encuentran separados, indicando que predomina en las empresas del IBEX 35 una mayor independencia del control y supervisión. El porcentaje de consejeros independientes y de las mujeres presentan una variabilidad relativamente baja como reflejan sus reducidas desviaciones estándar en relación con la media.

Por último, el tamaño de las empresas que ha sido medido a través del logaritmo de los activos totales presenta valores elevados y una reducida dispersión, lo que resulta coherente con estas grandes empresas cotizadas. La media de la edad de las empresas es alta, ya que la muestra está mayoritariamente compuesta por compañías consolidadas con una amplia trayectoria.

Tabla 3. Evolución temporal de las medias de las variables (2020-2024)

Variable	2020	2021	2022	2023	2024
Coste de capital propio	4,9352	4,9030	6,8415	8,2706	7,6900
Coste de capital ajeno	4,5758	2,9429	3,7794	5,6135	5,4270
Coste de capital medio ponderado	4,7835	4,4158	5,8323	7,6470	7,3811
Noticias Corrupción	0,7714	0,5142	0,7714	1,200	2,1428
<i>Dummy</i> Corrupción	0,3428	0,3142	0,3428	0,4285	0,6000
Número consejeros	12,7941	12,6857	12,5428	12,7142	12,7142
% de consejeros independientes	0,5226	0,5531	0,5530	0,5614	0,5533
Dualidad CEO y presidente del consejo de administración	0,2285	0,2571	0,1714	0,2285	0,2000
% de mujeres en el consejo	0,2916	0,3355	0,3732	0,3991	0,4078
Tamaño empresa (LN)	16,3326	16,4594	16,4656	16,4558	16,4782
Edad empresa	50,6857	51,6857	52,6857	53,6857	54,6857

Fuente: Elaboración propia.

En relación con la variable de corrupción, podemos observar una tendencia ascendente durante el periodo analizado. El número medio de noticias pasa de 0,77 en el primer año, es decir, el 2020, a 2,14

en el último año, el 2024, encontrando además en este su valor máximo. Asimismo, la variable dummy también se incrementa, pasando de aproximadamente un 34% noticias de corruptela en el año 2020 a un 60% en el año 2024. Dichos resultados pueden sugerir que la exposición mediática de las empresas ha aumentado de forma progresiva, lo que podría estar relacionado con el crecimiento de la sensibilidad social y al avance de los medios digitales en los últimos años.

Tanto el coste de capital propio (CAPM) como el coste de capital medio ponderado (WACC) se mantienen en unos niveles considerados relativamente bajos y estables en los primeros años, rondando el 5%. Sin embargo, a partir del 2022 se produce un incremento significativo en ambos indicadores. En primer lugar, el CAPM alcanza un máximo de 8,27% en 2023, manteniéndose elevado también en 2024. Por lo que indica que se produce un aumento en la rentabilidad exigida por los accionistas en dichos años debido a que se ha percibido un mayor riesgo. En segundo lugar, el WACC crece considerablemente en los años 2023 y 2024 llegando a valores superiores al 7%, lo que refleja un encarecimiento del coste de financiación de las empresas. Por otro lado, el coste de capital ajeno, indica una mayor variabilidad con una caída en 2021 del 2,94%, siguiendo con un incremento progresivo hasta el 5,4% en 2024. La reducción inicial podría explicarse por un entorno de financiación más favorable, y el aumento posterior por el aumento de la percepción del riesgo. En conjunto, estos resultados reflejan un encarecimiento generalizado del coste de financiación empresarial en los últimos años del periodo analizado, especialmente a partir del año 2022.

En cuanto a las variables de gobierno corporativo, en referencia al tamaño de consejo de administración, al porcentaje de independientes y a la dualidad, se mantienen relativamente estables durante los años, lo que muestra una estructura consolidada para las empresas del IBEX 35. En cuanto a la representación femenina se observa un avance progresivo en cuanto a diversidad de género dentro de los consejos de administración, siendo el crecimiento sostenido año a año.

Finalmente, en referencia a las variables de control, el tamaño de las empresas se mantiene relativamente estable, mientras que la edad crece progresivamente a lo largo de los 5 años estudiados.

A modo de resumen, los resultados descriptivos obtenidos muestran la existencia de variabilidad entre empresas y a lo largo de los años analizados en las principales variables del estudio. En particular, se observa un incremento en la exposición de noticias de corrupción y un encarecimiento del coste de capital en los últimos años, mientras que las características del gobierno corporativo se mantienen relativamente estables. Esta heterogeneidad permite aplicar los modelos de regresión posteriores de forma adecuada.

5.- ANÁLISIS EXPLICATIVO

Los resultados empíricos obtenidos a través de los distintos modelos de regresión que se muestran las tablas 4, 5 y 6 permiten evaluar en profundidad las hipótesis planteadas en este trabajo. En un inicio se plantea que cuando existe un nivel mayor de corrupción corporativa en la organización medido a través de las noticias corruptas de las empresas del IBEX 35, se produce un incremento del coste de capital de la empresa. Asimismo, la composición del consejo de administración tiene un efecto directo sobre el coste de capital. Por último, si existe un consejo de administración configurado de manera efectiva, puede actuar con efecto moderador en la relación entre la corrupción y el coste de capital.

En primer lugar, la tabla 4 muestra los resultados tras el análisis realizado sobre el efecto del número de noticias de corrupción para cada empresa y año sobre los distintos costes de capital: coste de capital propio, coste de capital ajeno y coste de capital medio ponderado.

Tabla 4. Efecto del número de noticias de corrupción sobre el coste de capital.

Variables	Coste de capital propio	Coste de capital ajeno	Coste de capital medio ponderado
Noticias Corrupción	-0,007 (0.940)	0.243 (0.313)	0.150 (0.314)
Número de consejeros	-0.336*** (0.001)	-0.173 (0.401)	-0.248* (0.054)
% de consejeros independientes	3.927*** (0.012)	-0.477 (0.886)	-3.354 (0.105)
Dualidad CEO y presidente del consejo de administración	-0.204 (0.672)	1.260 (0.153)	-0.332 (0.541)
% de mujeres en el consejo	-8.927*** (0.001)	-12.635** (0.022)	-4.645 (0.167)
Tamaño empresa (LN)	-0.008 (0.953)	0.635 (0.136)	0.708*** (0.008)
Edad empresa (LN)	-0.752***	0.818*	-0.507* (0.095)

	(0.002)	(0.096)	
Observaciones	174	85	85
Test F	0.0000	0.0007	0.0000
R-squared	0.3763	0.3401	0.4151
VIF	1.65	1.81	1.81

Fuente: Elaboración propia.

Nota: Los valores entre paréntesis corresponden a los errores estándar de los coeficientes estimados.

Los asteriscos indican el nivel de significatividad estadística: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.10$.

En relación con la variable principal del estudio, la corrupción corporativa que ha sido medida a través del número de noticias de prensa, los resultados apuntan a que la corrupción corporativa no tiene un efecto significativo sobre el coste de capital. Consecuentemente, se rechaza la primera hipótesis planteada.

En cuanto a la influencia de las variables de gobierno sobre el coste de capital propio. Se observa como el tamaño del consejo de administración presenta un efecto negativo y estadísticamente significativo. Esto sugiere que, si existe un mayor número de consejeros, puede estar asociado a una mayor capacidad de supervisión en la organización, y, en consecuencia, la percepción del riesgo por parte de los inversores será menor. Por otro lado, el porcentaje de consejeros independientes presenta un efecto positivo y significativo. Lo que indica que, en contra de la literatura, una mayor independencia dentro del consejo de administración no necesariamente se traduce en una reducción del coste de capital propio, ya que puede suponer mayor riesgo o complejidad en las organizaciones. Con respecto al porcentaje de mujeres que componen el consejo presenta un efecto negativo y significativo, lo que muestra que una mayor diversidad de género podría estar asociada a una mejor percepción del riesgo por parte de los inversores, traduciéndose en un menor coste de capital. Por último, la edad de la empresa presenta un efecto significativo y negativo, mostrando que aquellas empresas con una edad mayor, es decir, con una mayor trayectoria, son percibidas como organizaciones con menos riesgo por los inversores.

En lo que se refiere al coste de capital ajeno, la variable más relevante es el porcentaje de mujeres en el consejo siendo negativa y significativa, lo que sugiere que una mayor representación femenina podría estar asociada con mejores condiciones de financiación externa. Por otro lado, la edad de la empresa tiene un efecto positivo con significatividad marginal, lo que podría indicar que las empresas más maduras del IBEX 35 tienden a enfrentarse a condiciones de financiación externa ligeramente más costosas.

Por último, en referencia al coste de capital medio ponderado, se puede observar como el tamaño de la empresa presenta un efecto positivo y altamente significativo, lo que muestra que aquellas empresas con mayor dimensión pueden enfrentarse a un mayor coste medio de financiación. Por otro lado, el tamaño del consejo muestra una menor significatividad negativa, por lo que cuanto mayor número de consejeros existan, menor coste de capital medio ponderado encontraremos. De la misma forma, la edad de la empresa presenta un efecto negativo con significatividad débil, por lo que las organizaciones que poseen más tiempo en el mercado podrían beneficiarse de una menor percepción del riesgo.

La siguiente tabla presenta los resultados obtenidos tras la regresión al sustituir la variable continua de corrupción corporativa por la variable dummy, que toma valor 1 cuando la empresa y su año correspondiente presentan existencia de noticias de corrupción y valor 0 en caso contrario. Este enfoque permite contrastar dicha existencia de noticias, independientemente de su intensidad tiene efectos sobre el coste de capital.

Tabla 5. Efecto la variable dummy de noticias de corrupción sobre el coste de capital.

Variables	Coste de capital propio	Coste de capital ajeno	Coste de capital medio ponderado
<i>Dummy</i> Corrupción	-0.357 (0.401)	0.177 (0.847)	-0.204 (0.720)
Número de consejeros	-0.326*** (0.002)	-0.147 (0.493)	-0.209 (0.116)
% de consejeros independientes	4.004*** (0.010)	-0.492 (0.883)	-3.288 (0.115)
Dualidad CEO y presidente del consejo de administración	-0.126 (0.796)	1.187 (0.187)	-0.325 (0.556)
% de mujeres en el consejo	-9.068*** (0.001)	-13.641** (0.013)	-5.568* (0.097)
Tamaño empresa (LN)	0.018 (0.900)	0.661 (0.123)	0.722*** (0.007)
Edad empresa (LN)	-0.761***	0.861*	-0.477

	(0.002)	(0.081)	(0.117)
Observaciones	174	85	85
Test F	0.000	0.0011	0.0000
R-squared	0.3790	0.3312	0.4080
VIF	1.64	1.84	1.84

Fuente: Elaboración propia.

Nota: Los valores entre paréntesis corresponden a los errores estándar de los coeficientes estimados.

Los asteriscos indican el nivel de significatividad estadística: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.10$.

Los resultados muestran como la variable dummy del número de noticias de corrupción corporativa no presentan significatividad en ninguno de los modelos estimados (CAPM, CPAJ y WACC). Este resultado refuerza la evidencia de la tabla 4, donde la variable principal tampoco presentaba efecto significativo.

En referencia al resto de variables, los resultados se mantienen en línea con los obtenidos previamente. Respecto al coste de capital propio y al coste de capital ajeno no se observan cambios relevantes en la significatividad ni en el signo de las variables explicativas, manteniéndose así los resultados prácticamente inalterados respecto a la regresión anterior. En lo que respecta al coste de capital medio ponderado, se pueden observar ciertos cambios en algunas de las variables. En primer lugar, tanto el tamaño del consejo como la edad de la empresa, que en la regresión anterior presentaban cierta significatividad, dejan de ser estadísticamente significativos en esta regresión, lo que sugiere una pérdida de capacidad explicativa de estas variables cuando cambia la medición de la variable corrupción. En segundo lugar, destaca la aparición de significatividad en el porcentaje de mujeres del consejo que presenta un efecto negativo y significativo, por lo que una vez más, se refuerza la importancia de la presencia de mujeres en el consejo de administración.

En conjunto, los resultados de la tabla confirman la evidencia previa, mostrando que, aun modificando la forma de medir la existencia de noticias de corruptela, no modifica su relación con el coste de capital en las empresas del IBEX 35. No obstante, también se confirma la relevancia de las variables de gobierno corporativo como principales determinantes.

Por último, la tabla 6 muestra el análisis del efecto moderador del gobierno corporativo sobre la relación de corrupción corporativa y el coste de capital. En concreto, se ha ampliado el modelo de la tabla anterior incorporando términos de interacción entre la variable dummy y las características del consejo de administración. A través de este enfoque se va a medir si determinadas cualidades de dicho consejo

pueden intensificar o minimizar el efecto de la relación estudiada. Aunque dado que el efecto de la dummy no es significativo es muy posible que los efectos multiplicativos tampoco lo sean.

Tabla 6. Efecto moderador del gobierno corporativo en la relación entre corrupción y coste de capital

Variables	Coste de capital propio	Coste de capital ajeno	Coste de capital medio ponderado
<i>Dummy</i> Corrupción	-1.613 (0.639)	-3.726 (0.636)	-4.930 (0.313)
Número de consejeros	-0.345*** (0.005)	-0.343 (0.177)	-0.346** (0.030)
% de consejeros independientes	4.142** (0.046)	0.962 (0.802)	-2.951 (0.216)
Dualidad CEO y presidente del consejo de administración	-0.551 (0.404)	2.077* (0.072)	0.069 (0.922)
% de mujeres en el consejo	-9.314*** (0.003)	-12.140** (0.047)	-4.528 (0.228)
Tamaño empresa (LN)	0.028 (0.849)	0.730 (0.103)	0.812*** (0.004)
Edad empresa (LN)	-0.722*** (0.006)	0.916* (0.073)	-0.425 (0.178)
<i>Dummy</i> Corrupción - Número de consejeros	0.055 (0.774)	0.582 (0.175)	0.427 (0.110)
<i>Dummy</i> Corrupción - % de consejeros independientes	-0.198 (0.951)	-4.185 (0.598)	0.759 (0.877)
<i>Dummy</i>	0.913	-2.395	-0.848

Corrupción - Dualidad CEO y presidente del consejo de administración	(0.339)	(0.224)	(0.486)
<i>Dummy</i> Corrupción - % de mujeres en el consejo	1.151 (0.810)	-0.899 (0.931)	-2.112 (0.744)
Observaciones	174	85	85
Test F	0.0000	0.0025	0.0001
R-squared	0.3828	0.3715	0.4397

Fuente: Elaboración propia.

Nota: Los valores entre paréntesis corresponden a los errores estándar de los coeficientes estimados.

Los asteriscos indican el nivel de significatividad estadística: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.10$.

En este caso el objetivo principal se centra en los coeficientes de las variables multiplicativas, ya que de esta forma se evalúa si la composición del consejo de administración tiene influencia sobre la relación de corrupción corporativa y el coste de capital. Los resultados muestran que ninguno de los términos considerados, que son los múltiplos de la dummy de noticias de corrupción de las variables; tamaño del consejo, porcentaje de independientes, porcentaje de mujeres y dualidad entre el presidente del consejo y CEO, resultan estadísticamente significativos en ninguno de los modelos estimados para cada coste de capital.

En conclusión, a través de los resultados obtenidos, se contrasta parcialmente la segunda hipótesis, la cual plantea que la composición del consejo de administración tiene un efecto directo sobre el coste de capital. Ya que como se puede observar, diversas variables relacionadas con la composición del consejo muestran una influencia estadísticamente significativa sobre el coste de capital. Sin embargo, no en la medida de lo esperado, ya que, aunque el tamaño del consejo y la representación femenina muestran una relación negativa con determinadas medidas del coste de capital, en línea con la literatura previa, el porcentaje de consejeros independientes presenta una relación positiva y significativa sobre el coste de capital propio, contradiciendo la teoría previa, que asocia una mayor independencia del consejo con menores niveles de riesgo. Por otro lado, en lo que respecta a la tercera hipótesis planteada, estos resultados no permiten contrastar el efecto moderador del consejo de administración. No obstante, las variables de gobierno corporativo si muestran resultados directos significativos en algunos casos, en línea con los resultados obtenidos en las regresiones anteriores.

Finalmente, y de forma adicional, se ha de comentar que, en las 3 regresiones realizadas, para evaluar la calidad y robustez de los modelos que han sido estimados, se han analizado distintos indicadores estadísticos. En primer lugar, los valores del coeficiente de determinación (R-squared) se sitúan en niveles moderados, aproximadamente entre el 0,37 y el 0,44 en los diferentes modelos estimados. Estos resultados indican que las variables incluidas en el modelo explican una proporción relevante, aunque no total, de la variabilidad del coste de capital. En segundo lugar, el test F indica que todos los modelos son significativos, con valores de probabilidad inferiores a 1%, por lo que las variables explicativas contribuyen a explicar el comportamiento de las variables dependientes. Por último, el análisis del factor de inflación de la varianza (VIF) revela valores reducidos situados entre el 1,6 y 1,8, reforzando así la confianza de los coeficientes estimados y confirmando la ausencia de problemas de multicolinealidad.

6.- DISCUSIÓN DE RESULTADOS

Los resultados obtenidos a través del análisis de datos realizado previamente permiten contrastar las hipótesis planteadas en el marco teórico. En primer lugar, en la hipótesis H1 se planteaba en línea con la literatura previa, cuando existe un mayor nivel de corrupción corporativa en la empresa aumenta el riesgo percibido por los inversores, lo que incrementa el coste de capital de la empresa. Desde un punto de vista teórico, cuando se producen actos de corrupción, se genera un deterioro reputacional, a la vez que un incremento en la incertidumbre y en los problemas de agencia, y consecuentemente se eleva la rentabilidad exigida (Baxamusa y Jalal, 2014). Sin embargo, los resultados que se han obtenido no permiten contrastar esta hipótesis, ya que la variable principal, la corrupción corporativa, medida tanto en su forma continua como en su variable dummy, no ha presentado un efecto estadísticamente significativo sobre ninguno de los costes de capital. Esto puede deberse a que el mercado no percibe estas noticias de corrupción como un indicador de riesgo, especialmente al tratarse de empresas como las del IBEX 35, ya que al ser las más relevantes en contexto nacional, están expuestas a altos niveles de regulación y supervisión. Por otro lado, esta falta de significatividad también puede haberse producido por la percepción de los inversores sobre estas noticias, considerándolas eventos puntuales o con poca relevancia que no afectan de una forma estructural a la organización, viéndose así reducido en gran medida su impacto en el coste de capital.

En segundo lugar, la hipótesis H2 plantea que la composición del consejo de administración tiene un efecto directo sobre el coste de capital. Se puede apreciar que algunas de las variables tienen un efecto directo significativo sobre el coste de capital, lo que está en línea con la literatura previa. En concreto, el tamaño del consejo presenta una relación negativa con el coste de capital propio y el WACC, lo que puede interpretarse como una mayor capacidad de supervisión y control, viéndose así reducida la percepción de riesgo. Asimismo, la presencia de mujeres en el consejo de administración muestra un

efecto negativo y significativo sobre el coste de capital, lo que respalda los argumentos teóricos que asocian la diversidad con una mayor calidad en la toma de decisiones. Por otro lado, y lejos de la literatura, el porcentaje de consejeros independientes presenta un efecto positivo sobre el coste de capital propio. Ciertamente el mercado puede interpretar un número elevado de consejeros independientes como un reflejo de una mayor complejidad de organización dentro de la empresa, o posibles aumentos en costes, traducéndose en un incremento del riesgo. En conjunto, los resultados permiten contrastar la hipótesis planteada, aunque no en la medida de lo esperado en todas las variables analizadas.

En tercer lugar, la hipótesis H3 planteaba que un consejo de administración configurado de manera efectiva modera la relación entre la corrupción corporativa y el coste de capital, en línea con la teoría de la agencia, que establece que los mecanismos de gobierno corporativo reducen los problemas de agencia y el oportunismo directivo (Jensen y Meckling, 1976). No obstante, los resultados empíricos obtenidos tampoco permiten contrastar esta hipótesis, ya que se ha podido observar que las variables de composición del consejo de administración no modifican la relación entre la corrupción corporativa y el coste de capital.

En relación con las variables de control, los resultados muestran que cuanto mayor es la edad de la empresa menor es el coste de capital propio, lo que es coherente con la teoría financiera, ya que las empresas más consolidadas suelen ser percibidas como menos riesgosas. En cambio, el tamaño de la empresa presenta un efecto positivo sobre el WACC, esto puede estar relacionado con unas mayores necesidades de financiación.

7.- CONCLUSIONES

Durante la elaboración del trabajo se ha tratado de analizar la relación existente entre la corrupción corporativa y el coste de capital en las empresas que componen el IBEX 35 durante los años de 2020 a 2024. Asimismo, se ha estudiado cómo determinadas características del consejo de administración, siendo este el principal mecanismo de gobierno corporativo, pueden influir sobre el coste de capital y moderar la relación planteada.

La pregunta principal de la investigación de este trabajo se centra en analizar si la corrupción corporativa, medida a través de noticias, tiene efecto en el coste de capital de las empresas estudiadas, así como en qué medida las características del gobierno corporativo pueden influir en la percepción del riesgo por parte del mercado.

Los resultados obtenidos permiten observar que, en un contexto de grandes empresas cotizadas españolas, las noticias relacionadas con corrupción corporativa no parecen trasladarse de forma directa al coste de capital, lo que puede hacer que el mercado interprete este tipo de noticias como

acontecimientos puntuales que no afectan estructuralmente a la situación financiera de la organización. Sin embargo, aunque no haya sido posible encontrar un efecto significativo de la corrupción corporativa sobre el coste de capital, este resultado es interesante, debido a que sugiere que las noticias existentes relacionadas con actos de corrupción en las empresas del IBEX 35, no siempre se traducen automáticamente en un mayor coste de financiación.

Asimismo, se puede afirmar que los resultados obtenidos muestran la importancia del gobierno corporativo dentro de las grandes organizaciones, ya que indican como determinadas características del Consejo de Administración pueden influir en la percepción del riesgo y en las condiciones de financiación de las empresas, especialmente en un entorno donde la transparencia y la reputación adquieren cada vez una mayor relevancia. En concreto, se pueden observar que variables como el tamaño del consejo y el porcentaje de mujeres en el mismo, tienen un papel relevante ante la percepción del riesgo de los inversores, lo que es de especial interés para empresas, inversores y reguladores. En este sentido, se recalca la importancia de fortalecer los mecanismos de supervisión y control dentro de la empresa.

No obstante, este trabajo presenta diversas limitaciones que deben ser consideradas al interpretar los resultados obtenidos. En primer lugar, ha de recalcarse que la medición de las noticias corruptas puede no haber capturado de forma completa la verdadera magnitud de comportamientos corruptos, sino más bien su visibilidad mediática. Para dicha búsqueda se ha utilizado un indicador que agrupa ciertas palabras clave para obtener estas noticias y en caso de haber sido diferente, los resultados encontrados podrían haberse visto modificados. Adicionalmente, ha de señalarse que los resultados pueden estar condicionados a la muestra utilizada, ya que únicamente se han considerado en el estudio las empresas pertenecientes al IBEX 35. Si hubiesen sido incluidas un conjunto de empresas más amplio, incluyendo compañías de menor tamaño o no cotizadas, es probable que los resultados obtenidos hubiesen sido diferentes. Teniendo así las noticias de corrupción un impacto más directo y significativo sobre el coste de capital. Sin embargo, este resultado no debe interpretarse únicamente como ausencia de efecto, sino como un hallazgo relevante que matiza la literatura existente, debido a que, al tratarse de empresas grandes, cotizadas y con alta visibilidad pública, el mercado puede no reaccionar de forma automática ante dichas noticias, requiriendo señales más graves, persistentes o con mayor impacto económico directo para alterar su percepción del riesgo.

Futuras investigaciones podrían ampliar la muestra e incorporar otros contextos empresariales o internacionales, con el objetivo de analizar si los efectos observados varían en función del tipo de organización o del grado de desarrollo de sus mecanismos de gobierno corporativo. En esta misma línea, sería interesante utilizar otras formas de aproximación a la corrupción corporativa, incorporando

indicadores relacionados con sostenibilidad y gobierno ético, o analizando cómo este tipo de prácticas puede influir sobre la inversión socialmente responsable o la participación de fondos éticos y sostenibles.

En resumen, este trabajo aporta evidencia sobre cómo el mercado español valora la corrupción corporativa y el papel del gobierno corporativo en grandes empresas cotizadas, mostrando que, aunque la corrupción mediática no se traduce necesariamente en un mayor coste de capital, el diseño del consejo de administración sí desempeña un papel relevante en la percepción del riesgo financiero y en las condiciones de financiación.

8.- BIBLIOGRAFIA

Al-Faryan, MAS (2024). Teoría de la agencia, gobierno corporativo y corrupción: un enfoque de revisión bibliográfica integradora. *Cogent Social Sciences* , 10 (1), 2337893.

Allen, F., Brealey, R. A., y Myers, S. C. (2011). *Principles of corporate finance* (10th ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.

Baxamusa, M., y Jalal, A. (2014). The effects of corruption on capital structure: when does it matter? *The Journal of Developing Areas*, 48(1), 315-335.

Berle, A. A., y Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan.

Chouaibi, Y., Khlifi, S., y Chouaibi, J. (2025). Do anti-corruption disclosure and good corporate governance moderate the relationship between REM and cost of equity?. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 26(2), 523-541.

CNMV - Registro público de sanciones impuestas por la CNMV. (s. f.). <https://www.cnmv.es/portal/consultas/registrosanciones/verregsanciones?lang=es>

Code, Cadbury (1992). Los aspectos financieros del gobierno corporativo. Londres: *The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance y Gee and Co. Ltd* , 1 (3).

de Huidobro, A. D. R. (2024). La CNMV presenta la Memoria de Reclamaciones y Consultas de 2023. *Revista de derecho bancario y bursátil*, 43(174), 14.

Duyn, P. V. (2001, December). Will 'Caligula go transparent?' Corruption in acts and attitude. In *Forum on crime and society* (Vol. 1, No. 2, pp. 73-98).

Falta van duyn

Garmaise, MJ, y Liu, J. (2005). Corrupción, gobierno corporativo y costo de capital. *Finanzas* , 34 (3), 289-307.

Gutiérrez, F. A. I. (2020). El fraude corporativo y las buenas prácticas para su efectivo tratamiento. *Derecho y Sociedad*, (55), 491-502.

Jensen, M. C., y Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate governance* (pp. 77-132). Gower.

Kiswanto, K., y Fitriani, N. (2019). The influence of earnings management and asymmetry information on the cost of equity capital moderated by disclosure level. *Journal of Finance and Banking*, 23(1), 131-146.

Lee, C., y Ng, D. T. (2002). Corruption and international valuation: does virtue pay?.

Lombardi, R., Cano-Rubio, M., Trequattrini, R., y Fuentes-Lombardo, G. (2020). Exploratory evidence on anticorruption activities in the Spanish context: A sustainable governance approach. *Journal of Cleaner Production*, 249, 119424.

Modigliani, F., y Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.

Previtali, P., y Cerchiello, P. (2023). Gobierno corporativo y divulgación anticorrupción. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 23 (6), 1217-1232.

Rose-Ackerman, S. (1999). Preface. En *Cambridge University Press eBooks* (pp. xi-xiv). <https://doi.org/10.1017/cbo9781139175098.001>

Transparency International España. (2026, 10 febrero). Índice de Percepción de la corrupción 2025 - Transparency International España. *Transparency International España*. <https://transparencia.org.es/actualidad/indice-de-percepcion-de-la-corrupcion-2025/>

9. ANEXOS

Anexo I. Anexo de Sostenibilidad Curricular

El Trabajo de Fin de Grado titulado “Corrupción corporativa, gobierno corporativo y coste de capital: evidencia para el IBEX 35” contribuye de manera significativa a la sostenibilidad desde una perspectiva económica, ética y empresarial, alineándose con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) establecidos por la Agenda 2030 de las Naciones Unidas.

Mediante el análisis que se ha realizado de las empresas que conformaban el IBEX 35 durante el periodo de 2020-2025. El trabajo estudia la relación entre la corrupción corporativa y el coste de capital, así como el posible efecto moderador del consejo de administración. Abordando cuestiones clave como la importancia de la transparencia, la diversidad de género y los comportamientos oportunistas. A continuación, se describen los ODS más estrechamente vinculados al contenido del trabajo, explicando brevemente en que consisten y su conexión con el trabajo realizado:

El ODS 16 (Paz, justicia e instituciones sólidas) tiene como objetivo promover instituciones eficaces, responsables y transparentes, garantizando el acceso a la justicia para todos. La investigación realizada durante la elaboración del trabajo clasifica la corrupción corporativa como uno de los principales problemas que afectan a la confianza institucional y al buen funcionamiento de las instituciones. El consejo de administración es un mecanismo de control interno destinado a reducir el oportunismo directivo, mejorar la supervisión y favorecer la transparencia. Por ello, el trabajo fomenta la reflexión sobre la importancia de la supervisión y del control dentro de las grandes empresas cotizadas.

El ODS 5 (Igualdad de género) mantiene una relación directa con el estudio realizado dado que una de las variables estudiadas es la presencia de mujeres en el consejo de administración. Se ha analizado como la diversidad de género puede influir sobre la percepción del riesgo de los inversores, y consecuentemente, en el coste de capital. Además, esta presencia femenina contribuye a mejorar la transparencia y la calidad de la supervisión. De esta forma, se fomenta la importancia de la existencia de una participación mas equilibrada de género en los consejos de administración.

Asimismo, el trabajo se relaciona con el ODS 8 (Trabajo decente y crecimiento económico) el cual persigue promover un crecimiento económico sostenido y unas organizaciones más eficientes y sostenibles. Cuando se producen actos de corrupción corporativa en las empresas, se incrementa el riesgo financiero y se deteriora la confianza de los inversores. Por ello, la existencia de mecanismos destinados a reducir estas prácticas corruptas y mejorar el órgano de gobierno corporativo contribuye de una forma directa a favorecer mercados mas estables y sostenibles.

Se encuentra también relación con el ODS 17 (Alianzas para lograr los objetivos) el cual promueve la cooperación entre instituciones, organismos y distintos agentes sociales para alcanzar los Objetivos de Desarrollo Sostenible. La investigación se ha apoyado en información de diversas fuentes institucionales y organismos oficiales, como la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), el Tesoro Público, la base de datos SABI y medios de comunicación como El Mundo, Expansión, El Economista, El País y Cinco Días. Su uso refuerza la importancia de la colaboración y el acceso a información fiable para el desarrollo de investigaciones académicas y financieras de calidad.

A modo de conclusión, este Trabajo de Fin de Grado no solo aporta valor académico mediante el análisis de la relación entre corrupción corporativa y el coste de capital, así como el efecto del gobierno corporativo, sino que también contribuye al desarrollo de una visión empresarial ética, sostenible y transparente. Por lo que este estudio permite la reflexión sobre la importancia de fomentar la igualdad de género, mejorar los mecanismos de supervisión y control, y fortalecer las instituciones corporativas. Todo ello evidencia la relación existente entre la investigación universitaria y los principios de sostenibilidad promovidos por la Agenda 2030.