



UNIVERSIDAD DE BURGOS

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**

**CALIFICACIÓN CREDITICIA, ESTRUCTURA DE
PROPIEDAD DE LA EMPRESA Y CONSEJO DE
ADMINISTRACIÓN: UN ANÁLISIS INTERNACIONAL**

Perla Morales Luna

Director de Tesis:

Dr. D. Félix Javier López Iturriaga
Universidad de Valladolid

Burgos, 2015

AGRADECIMIENTOS

El desarrollo de este trabajo de investigación ha sido posible gracias al apoyo de diversas personas a quienes deseo manifestar mi más profundo y sincero agradecimiento.

A Dios por todo y por siempre.

Al director de mi tesis doctoral, el Dr. D. Félix J. López Iturriaga, Catedrático de la Universidad de Valladolid, gracias especiales por aceptar dirigirme, por su esfuerzo, confianza, paciencia y enorme entusiasmo durante todo el proceso, por su incansable dirección vertida en todos sus consejos y observaciones que me permitieron avanzar y salir de mis bloqueos y, sobre todo, por sus gentiles palabras de ánimo.

A la Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID) que me concedió la beca para poder participar en el doctorado.

A los miembros del Departamento de Economía y Dirección de Empresas de la Universidad de Burgos. Así como también al amable personal de la biblioteca por su valiosa ayuda profesional, sus esfuerzos en beneficio mío y los agradables momentos concedidos.

A mi familia, mis papás, Elvia y José Luis, mis hermanos, Verónica, Elvia y José Luis, mi sobrino, Luis, y mi mamá Gelita, porque increíble y maravillosamente han sabido estar cerca a pesar de la lejanía física. Sin ellos no habría podido continuar en esta aventura. Son mi ejemplo de vida, de lucha y superación. Gracias por confiar en mí, entenderme, quererme y ayudarme de manera incondicional siempre en todo camino que he decidido tomar en la vida.

A Sonia, Pilar, Diana, Laura y Eli por brindarme su generosa amistad, apoyo práctico y emocional, acompañándome en mis afortunadas aventuras y haciéndome partícipe de las suyas, y por permitirme contar con una valiente fuente de colaboración y confianza.

A las encantadoras y fabulosas chicas del club y a la tiernísima Tania por las extraordinarias reuniones y preparar tan deliciosa comida.

A Roberto y Marisa, amigos entrañables, por contarme las mejores historias e invitarme a conocer tan bellos lugares.

A los amigos de la Facultad de Teología de Burgos, especialmente a los padres Carlos, Tomás y Néstor, cuyo compromiso, cuidados y talento no tienen precio. Gracias por sus sabias palabras y su buen escuchar.

A mi esposo, el Dr. Daniel Berger, quien soportando las ausencias y la distancia me ha acompañado en cada paso que he dado durante el desarrollo de esta tesis, transmitiéndome siempre la energía necesaria y los sensatos consejos para seguir adelante. Gracias por su comprensión, empatía, inquebrantable fe y amor.

ÍNDICE

AGRADECIMIENTOS	iii
ÍNDICE	v
LISTA DE TABLAS	viii
INTRODUCCIÓN	xi
CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito	3
1.1 <i>Historia de los ratings de crédito o calificaciones crediticias</i>	3
1.2 <i>Qué son las calificaciones crediticias</i>	8
1.3 <i>El contenido de las calificaciones crediticias</i>	13
1.4 <i>Importancia de los ratings de crédito</i>	20
1.5 <i>Regulación en la industria de las agencias de rating en Europa</i>	27
CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa	35
2.1 <i>Introducción</i>	35
2.2 <i>Definición y ámbito del gobierno corporativo</i>	36
2.3 <i>El enfoque de agencia como fundamentación conceptual</i>	38
2.4 <i>El marco externo del gobierno corporativo</i>	41
2.5 <i>Mecanismos internos de gobierno corporativo</i>	44
2.5.1 <i>El consejo de administración</i>	44
2.5.1.1 <i>Tamaño del consejo</i>	46
2.5.1.2 <i>Independencia del consejo</i>	49
2.5.1.3 <i>Comités del consejo</i>	55
2.5.1.4 <i>Reuniones del consejo de administración</i>	57
2.5.1.5 <i>Diversidad en el consejo</i>	58
2.5.2 <i>Estructura de propiedad</i>	59
2.5.2.1 <i>Concentración de la propiedad</i>	61
2.5.2.2 <i>Propiedad directiva</i>	65
2.5.2.3 <i>Tipología de accionistas principales</i>	67

Índice

2.5.2.4 Propiedad familiar	67
2.5.2.5 Propiedad bancaria	70
2.5.2.6 Propiedad institucional	72
CAPÍTULO 3: Planteamiento de hipótesis.....	77
3.1 <i>Los ratings de crédito en el mercado de valores, la selección adversa y el riesgo moral</i>	77
3.2 <i>El gobierno corporativo y los ratings de crédito</i>	80
3.3 <i>Hipótesis</i>	84
3.3.1 El consejo de administración y las calificaciones de crédito	85
3.3.1.1 Tamaño del consejo de administración.....	85
3.3.1.2 Independencia en el consejo de administración.....	86
3.3.1.3 Dualidad director general-presidente en el consejo de administración...	89
3.3.1.4 Diversidad de género en el consejo de administración.....	91
3.3.2 La estructura de propiedad y las calificaciones de crédito	92
3.3.2.1 Concentración de la propiedad.....	93
3.3.2.2 Contestación al poder del principal accionista.....	95
3.3.2.3 Propiedad de los bancos	97
3.3.3 Tradición legal y las calificaciones de crédito.....	98
CAPÍTULO 4: Diseño empírico	105
4.1 <i>Fuentes de información y descripción de la muestra</i>	105
4.2 <i>Definición de las variables</i>	110
4.2.1 Variable dependiente: Calificación crediticia	110
4.2.2 Variables explicativas	112
4.2.2.1 Consejo de administración	112
4.2.2.2 Estructura de propiedad	114
4.2.2.3 Tradición legal y protección de los acreedores	115
4.2.2.4 Variables de control.....	115
4.3 <i>Modelo econométrico y método de contraste de hipótesis</i>	118
4.3.1 Especificación del modelo	118
4.3.2 Método de estimación.....	119

CAPÍTULO 5: Análisis empírico.....	125
5.1 <i>Análisis descriptivo</i>	125
5.2 <i>Análisis explicativo: la estimación del modelo logit ordenado propuesto</i>	134
5.2.1 El tamaño del consejo de administración y la calificación de crédito.....	136
5.2.2 La independencia en el consejo de administración y la calificación de crédito	138
5.2.3 La dualidad en el consejo de administración y la calificación de crédito ...	140
5.2.4 Las mujeres en el consejo de administración y la calificación de crédito...	142
5.2.5 La concentración de la propiedad y la calificación de crédito.....	147
5.2.6 La contestación al control del principal accionista y la calificación de crédito.. ..	150
5.2.7 La participación bancaria en la propiedad de la empresa y la calificación de crédito	153
5.2.8 El origen legal, la protección de los derechos de los acreedores y la calificación de crédito	162
CONCLUSIONES	177
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	185

LISTA DE TABLAS

Tabla	1.	Escala de ratings de <i>Standard and Poor's</i> , <i>Moody's</i> y <i>Fitch Ratings</i>	15
Tabla	2.	Definición de la escala de rating de crédito de <i>Standard and Poor's</i> y <i>Moody's</i>	18
Tabla	3.	Relación de hipótesis planteadas en la investigación empírica	101
Tabla	4.	Ficha técnica de la muestra	106
Tabla	5.	Descripción de la muestra por país y por agencia	109
Tabla	6.	Descripción de los códigos SIC de actividades	109
Tabla	7.	Descripción de la muestra por sector y agencia	110
Tabla	8.	La variable dependiente, R1 y R4, y la escala de <i>ratings</i> de crédito de <i>Moody's</i> y de <i>Standard and Poor's</i>	112
Tabla	9.	Definición de las variables	117
Tabla	10.	Estadísticos descriptivos de la muestra	126
Tabla	11.	Frecuencias de los <i>ratings</i> de crédito	130
Tabla	12.	Estadísticos descriptivos por agencia de <i>rating</i> de crédito	132
Tabla	13.	Matriz de correlaciones	133
Tabla	14.	Estimación del modelo logit ordenado para el tamaño del consejo de administración y la calificación de crédito	138
Tabla	15.	Estimación del modelo logit ordenado para el nivel de independencia del consejo de administración y la calificación de crédito	139
Tabla	16.	Estimación del modelo logit ordenado para la dualidad en el consejo de administración y la calificación de crédito	141
Tabla	17.	Estimación del modelo logit ordenado para la diversidad de género en el consejo de administración y la calificación de crédito	143
Tabla	18.	Estimación del modelo logit ordenado para las variables del consejo de administración y la calificación de crédito	146
Tabla	19 (I).	Estimación del modelo logit ordenado para la concentración de la propiedad y la calificación de crédito (para R1)	148
Tabla	19 (II).	Estimación del modelo logit ordenado para la concentración de la propiedad y la calificación de crédito (para R4)	149
Tabla	20 (I).	Estimación del modelo logit ordenado para la contestación al poder del principal accionista y la calificación de crédito (para R1)	151
Tabla	20 (II).	Estimación del modelo logit ordenado para la contestación al poder del principal accionista y la calificación de crédito (para R4)	152
Tabla	21 (I).	Estimación del modelo logit ordenado para la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito (para R1)	154
Tabla	21 (II).	Estimación del modelo logit ordenado para la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito (para R4)	155

Tabla 22.	Estimación del modelo logit ordenado para la concentración de la propiedad, la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito	157
Tabla 23.	Estimación del modelo logit ordenado para la contestación al control, la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito	158
Tabla 24.	Estimación del modelo logit ordenado para la contestación al control, la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito	159
Tabla 25.	Estimación del modelo logit ordenado: calificación de crédito, consejo de administración y estructura de propiedad	160
Tabla 26.	Estimación del modelo logit ordenado para el origen legal y la calificación de crédito	163
Tabla 27.	Estimación del modelo logit ordenado para la protección de los derechos de los acreedores y la calificación de crédito	164
Tabla 28.	<i>Standard and Poor's</i> y el riesgo país	165
Tabla 29 (I).	Estimación del modelo logit ordenado para la concentración de la propiedad, la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito	168
Tabla 29 (II).	Estimación del modelo logit ordenado para la concentración de la propiedad, la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito	169
Tabla 30 (I).	Estimación del modelo logit ordenado para la contestación al control, la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito	170
Tabla 30 (II).	Estimación del modelo logit ordenado para la contestación al control, la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito	171
Tabla 31 (I).	Estimación del modelo logit ordenado para la contestación al control, la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito	172
Tabla 31 (II).	Estimación del modelo logit ordenado para la contestación al control, la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito	173

INTRODUCCIÓN

En abril de 2014, a propósito de la reciente crisis financiera internacional, el reputado semanario británico *The Economist* publicó un artículo titulado “*The slumps that shaped modern finance*” (Los desplomes que han modelado las finanzas modernas) en el que se detallan los motivos que provocaron cinco grandes crisis financieras mundiales y las acciones llevadas a cabo para subsanar el correspondiente desastre económico. *The Economist* comienza su repaso en 1792 y finaliza con el *crash* de 1929, señalando dos rasgos comunes a todas ellas. El primero es que ciertas instituciones clave, tales como los bancos centrales o las bolsas de valores, han carecido de un adecuado diseño fraguado en periodos de estabilidad y su actuación ha estado muy afectada por improvisaciones surgidas durante los momentos de crisis. El segundo rasgo, más preocupante que el primero, es que la respuesta a una crisis sigue un patrón repetitivo: se comienza buscando un culpable, ya sea un nuevo tipo de banco, de inversor o de activo financiero; después se prohíbe o se regula su funcionamiento y, finalmente, interviene el Estado con ayudas públicas para preservar la estabilidad de los mercados.

A pesar de las evidentes simplificaciones de ese repaso histórico, se pone en evidencia, junto a las particularidades de los mercados de capitales, la persistencia de la asimetría en la información como imperfección dominante que dificulta un adecuado funcionamiento de dichos mercados. Una información oportuna, veraz y transparente permite una asignación óptima de recursos financieros y, por tanto, contribuye al crecimiento y bienestar económico.

Se explica así que ya desde el siglo XIX hayan surgido instituciones cuya actuación consistía en proporcionar la información necesaria y requerida por los

Introducción

inversores, tanto sobre los activos financieros ya existentes como sobre los nuevos productos que han ido apareciendo en el mercado. Surgen entonces entidades tales como las agencias de informes de crédito, la prensa especializada en negocios y finanzas y los bancos de inversión. Sus actividades han evolucionado considerablemente a la par que se desarrollaban los mercados y actualmente esa provisión de información pública suele ser realizada por las agencias de calificación crediticia.

El objetivo general de estas agencias es asignar una calificación de crédito a un emisor (empresa o gobierno) o a una emisión (instrumentos de deuda o de otro tipo). Estas calificaciones de crédito o *ratings* de crédito expresan una opinión sobre la relativa calidad crediticia de dicha emisión, reflejando por tanto su relativa capacidad para cumplir con los compromisos financieros contraídos en tiempo y forma. Hoy en día, las tres agencias con mayor cobertura y reconocimiento a nivel internacional son *Moody's*, *Standard and Poor's* y *Fitch Ratings*.

Los *ratings* de crédito se han desarrollado amplia y profusamente en las últimas décadas, si bien su función dentro del sistema financiero ha sido controvertida, existiendo opiniones muy dispares sobre sus efectos en la reciente crisis financiera. No obstante esa controversia, es innegable la importancia de las agencias de calificación crediticia y, por tanto, su relevancia como objeto de estudio.

Las calificaciones de crédito permiten, en cierta medida, paliar los problemas de asimetría de información en los mercados financieros, beneficiando de igual manera a inversores y a prestatarios. Ambas partes pueden ahorrar costes; los primeros en términos de costes de supervisión al reducir los recursos dedicados al escrutinio de los potenciales prestatarios y los segundos en términos de costes de garantía al no necesitar acciones adicionales para persuadir a los mercados de su solvencia. Por consiguiente, el adecuado proceso de calificación crediticia debería redundar en una mejora de las relaciones entre oferentes y demandantes de recursos financieros y, por tanto, del sistema económico en general.

La investigación académica se ha hecho eco de la importancia y repercusión de las calificaciones de crédito dentro de los mercados financieros y ha abordado diversos aspectos relacionados con los *ratings* de crédito como son su función de *rating*, su método de cálculo, el efecto de la regulación, su relación con la rentabilidad

de la compañía, con el coste de capital o con la proximidad a la quiebra de la empresa. Nuestra tesis doctoral trata de unirse a esta literatura aportando una perspectiva innovadora al respecto como es la relación entre el gobierno corporativo de las empresas y su calificación crediticia.

El gobierno corporativo, obvio es decirlo, constituye una de las disciplinas de la administración de empresas que mayor expansión ha conocido en las últimas décadas, habiendo ganado tanto en apoyo teórico como en desarrollos empíricos. Este proceso de crecimiento se manifiesta también en el ámbito del Programa de Doctorado en Economía de la Empresa y del Departamento de Economía y Administración de Empresas de la Universidad de Burgos, ámbitos en los que se inscribe nuestra investigación, pues son diversas las tesis doctorales defendidas en los últimos cursos académicos inequívocamente enmarcadas en esa línea de trabajo.

En ese contexto, con el apoyo del marco teórico de la teoría de la agencia, el objetivo específico de nuestro estudio es analizar cómo distintos mecanismos de gobierno influyen en los *ratings* de crédito y, por tanto, profundizar en cómo esos mecanismos modelan los conflictos de agencia entre los distintos inversores en la empresa dada la distinta participación de estos últimos en el riesgo corporativo.

Para poder lograr este objetivo son dos los mecanismos de gobierno que se estudiarán: el consejo de administración y la estructura de propiedad. El consejo de administración ha sido calificado de cúspide de los mecanismos internos de gobierno y es lógico que le dediquemos una atención preferente. Analizaremos el efecto que puede tener en el riesgo de crédito el tamaño del consejo, la proporción de consejeros independientes, la participación femenina en el consejo y la separación de funciones entre el director general y el presidente del consejo. Por lo que se refiere a la estructura de propiedad, las características que examinaremos son la concentración de los derechos de propiedad, la contestación al poder del principal accionista y la presencia bancaria entre los principales accionistas. Además, el funcionamiento de ambos mecanismos internos de gobierno corporativo está modelado por el entorno legal e institucional. De ahí que, haciendo uso del enfoque jurídico financiero (enfoque *Law & Finance*) analicemos también si la protección de los derechos de los inversores influye en la evaluación del *rating* crediticio de las empresas de un país.

Introducción

La presente tesis doctoral se estructura en cinco capítulos que combinan la presentación de los fundamentos teóricos de nuestra investigación con la exposición del análisis empírico. En el primer capítulo se sientan las bases conceptuales de los *ratings* de crédito con el fin de ilustrar su papel dentro de los mercados financieros, su modo de funcionamiento y los motivos subyacentes a su reciente expansión e internacionalización. Por ese motivo, efectuamos un breve repaso histórico de su origen y evolución, y delimitamos el concepto de calificación crediticia (*credit rating*) a través de las diferentes definiciones dadas por distintos organismos y académicos. En este punto nos detenemos en los criterios usados por las tres agencias internacionales que dominan el mercado (*Moody's*, *Standard and Poor's* y *Fitch Ratings*) y explicamos los aspectos más relevantes de la regulación en Europa de las agencias de *rating*. La presentación de la regulación tiene gran actualidad e importancia dadas los recientes y drásticos cambios que se han producido como consecuencia de la crisis financiera.

Los aspectos generales de gobierno corporativo así como los determinantes legales del mismo son objeto del segundo capítulo. Abordamos en este capítulo la literatura más destacada sobre los dos mecanismos internos que analizamos y sobre el entorno institucional y legal. Esta revisión de la literatura, si no exhaustiva, sí que cumple con la tarea de dar una visión lo más completa posible de su relación con los resultados de la empresa y de las diferencias internacionales entre los países.

El tercer capítulo conjuga los dos aspectos anteriores y en él presentamos el problema de investigación que tratamos de abordar. Hacemos uso del enfoque de agencia y aplicamos esas categorías conceptuales a las calificaciones crediticias. En dicho contexto, y teniendo en cuenta el marco europeo de este trabajo, se justifican y formulan las nueve hipótesis que relacionan la calificación de crédito de una empresa con los distintos elementos de su consejo de administración, de su estructura de propiedad y del entorno legal del país donde se encuentra establecida. Dichas hipótesis se organizan en tres partes, correspondientes respectivamente a los mencionados elementos de gobierno.

En el cuarto capítulo se desarrolla el diseño empírico de la investigación. Se describen, en primer lugar, las diversas fuentes empleadas de información y la muestra conformada por 254 empresas procedentes de 18 países de Europa: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda,

Italia, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza. Acto seguido, se definen y se explica la medición de las variables, terminando este capítulo con la especificación del modelo empírico y el método de contraste de hipótesis.

Los resultados de los análisis estadísticos y de las estimaciones de los modelos aparecen en el capítulo cinco. Se muestra primero el análisis descriptivo de las variables. Posteriormente se realiza un amplio análisis explicativo para contrastar empíricamente las nueve hipótesis propuestas. Dada la naturaleza ordinal de la calificación crediticia, el método de estimación es el análisis logit ordenado. En esta sección se presentan los resultados, se valora el respaldo empírico de las hipótesis y, en caso de que dichos resultados no confirmen las propuestas teóricas, se avanzan posibles explicaciones. A partir de ese análisis se puede concluir que existen rasgos del consejo de administración (tamaño, independencia y presencia de consejeras) y de la estructura de propiedad (presencia bancaria y contestación al control de los principales accionistas) que influyen en la calificación crediticia de una empresa.

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

1.1 Historia de los *ratings* de crédito o calificaciones crediticias

La historia de los *ratings* de crédito o calificaciones crediticias viene de la mano de la historia de las tres principales agencias de calificación crediticia en el mundo. Difícilmente podría explicarse el origen y desarrollo del *rating* si no es a través de las agencias de *rating* de crédito que, durante el siglo XIX, vieron la luz con el objetivo de cubrir la acuciante necesidad de información financiera que los inversores presentaban en ese momento y que al evolucionar, durante la primera mitad del siglo XX, se volcaron en el análisis de los valores y bonos emitidos por las empresas y por el gobierno.

Antes de que surgieran las agencias de calificación crediticia la información sobre las entidades empresariales era proporcionada por tres tipos de instituciones: la prensa especializada en negocios y finanzas, las agencias de informes del crédito que no eran calificadoras del crédito y los bancos (Langohr y Langohr, 2008). Estos últimos, sin embargo, al ejercer las funciones tanto de acreedores como de firmantes en la emisión de valores, tenían un acceso total a toda la información financiera interna. Esta situación produjo, en el mercado de capitales, una asimetría en la disponibilidad de los datos financieros que colocaba en una posición privilegiada y con una obvia ventaja a las instituciones bancarias al estar mejor informadas que el resto de los inversores que invertían en los mismos valores. Este fallo en el mercado condujo a la aparición e impresionante desarrollo de las agencias de *rating*, que demostraron ser la solución lógica a la falta de información existente en el mercado financiero (Baresa *et al.*, 2012).

El concepto de *rating* de crédito o calificación crediticia nace en los Estados Unidos. A principios del siglo XIX el mercado de capital privado en este país presenta un enorme auge fomentado en gran medida por el rápido desarrollo y la construcción en la industria del ferrocarril a través de la financiación pública y privada. La industria ferroviaria se convierte en el sector más importante y con mayor crecimiento en los Estados Unidos debido a la vertiginosa expansión económica, social, laboral y política que se produce en la nación americana (Levich *et al.*, 2002). Este fuerte crecimiento del ferrocarril dio lugar a una demanda de capital tan grande que ni los bancos e

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

inversores directos eran capaces de suministrar. De esta forma, las empresas se encontraron ante una limitación que les impedía continuar con su desarrollo si no se resolvían sus necesidades de inyectar capital al negocio de una forma rápida pero segura. Ante esta imperiosa necesidad de continuar con la expansión, la industria del ferrocarril y otras empresas empiezan a emitir bonos, apareciendo así en el mercado nuevos inversores interesados en el sector que, sin embargo, no tenían información accesible y clara sobre las empresas que emitían títulos de deuda y sobre dichos instrumentos de deuda (Baresa *et al.*, 2012). La necesidad de información dentro del mercado de bonos comienza a ser vital para lograr que nuevas personas, deseosas de invertir su dinero, participen en el floreciente mercado de capitales.

Dada la falta de transparencia y disponibilidad de los registros de empresas y de sus transacciones financieras, la industria del ferrocarril a través de la prensa especializada de negocios edita en 1832 una publicación altamente especializada, *The American Railroad Journal*, destinada a informar al público sobre las actividades llevadas a cabo en dicho sector (Levich *et al.*, 2002). De 1849 a 1862 Henry Varnum Poor asumió el cargo de editor de la revista. Poor sabía que, al mismo tiempo que el sector precisaba atraer inversiones públicas y privadas, se debían cubrir las necesidades de información que requerían los diferentes y futuros inversores del mercado, por lo que se centró en estos últimos como público objetivo. Durante los trece años que Poor estuvo al frente de *The American Railroad Journal*, publicó información y estadísticas financieras sobre los holdings de los ferrocarriles, dando a conocer sus activos, pasivos y las ganancias que obtenían (Levich *et al.*, 2002; Kumar y Bhattacharya, 2006; Dreibelbis y Breazeale, 2012). Poor publica, en 1860, su *History of Railroads and Canals of the United States*, el primer intento importante de reunir en un solo informe exhaustivo tanto detalles financieros como operativos de los ferrocarriles de los Estados Unidos (Standard & Poor's, 2014a).

Después de la Guerra Civil estadounidense Henry Varnum Poor decide junto con su hijo Henry William Poor formar su propia empresa, *H.V. y H.W. Poor Co.* Los Poor's comienzan en 1868 a publicar el "*Manual of the Railroads of the United States*" (Standard & Poor's, 2014a). A pesar de que en dicha época, y durante el siglo XX, obtener información económica de una empresa entrañaba un proceso de enorme dificultad y, además, muy pocas personas podían entender e interpretar la contabilidad así como los datos que se reportaban en la revista, los Poor's realizan la

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

tarea de obtener datos y darlos a conocer a través de su manual, información que equivale a la que hoy en día se puede obtener en los informes anuales de las empresas. De esta forma, el manual contenía información financiera relevante de las distintas entidades que emitían bonos, y se caracterizó por ser una fuente de información financiera independiente y objetiva de las diferentes compañías ferroviarias (Dreibelbis y Breazeale, 2012; Baresa *et al.*, 2012). Además, el manual se actualizaba cada año, manteniendo a los inversores al día y permitiéndoles conocer el progreso histórico de las empresas en los últimos años (Standard & Poor's, 2014a).

En 1906, Luther Lee Blake funda *Standard Statistics Bureau*, empresa que se dedica a publicar información financiera de las empresas de todo el sector industrial y no solo de la industria ferrocarrilera. Blake utilizaba pequeñas tarjetas a través de las cuales proporcionaba noticias corporativas a los inversores. De esta forma, y a diferencia del manual impreso anualmente por los Poor's, *Standard Statistics* era capaz de actualizar continuamente la información financiera. Blake compra en 1913 *Babson Stock y Bond Card System* de Edward Shattuck y Roy W. Porter. Ambas empresas se dedicaban a publicar informes financieros sobre las acciones y los bonos emitidos por las empresas empleando un procedimiento similar a las tarjetas publicadas por *Standard Statistics*. En 1919, Roy W. Porter, quien había adquirido los derechos de control de *Moody's Manual Co.* y *Poor's Railroad Manual Co.*, decide fusionar ambos manuales y crea la *Poor's Publishing Co.* (Standard & Poor's, 2014a).

En 1922, las empresas *Poor's Publishing Co.* y *Standard Statistics* comienzan a calificar tanto a los bonos que emiten las empresas como a los títulos municipales. Finalmente en 1941 nace la *Standard & Poor's Corp.*, fruto de la fusión de *Standard Statistics* y *Poor's Publishing*. En este mismo año *Standard & Poor's* publica la *Bond Guide* en la que se incluye una lista de alrededor de 7.000 *ratings* de bonos municipales. La *Bond Guide* se centraba primordialmente en las estadísticas y *ratings* para los bonos corporativos (Standard & Poor's, 2014a).

John Moody, sabedor de las necesidades de los inversores, funda en 1900 la *John Moody & Company* y, en el mismo año, decide llevar a cabo sus propias evaluaciones de las necesidades del mercado y publica el *Manual of Industrial and Miscellaneous Securities*. El manual proporcionaba información y estadísticas sobre bonos y acciones de instituciones financieras, agencias de gobierno y empresas en

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

los sectores de producción, minería, servicios públicos y de alimentos. En 1909, John Moody, después de ser víctima de la caída del mercado de valores dos años atrás y verse obligado al cese de las operaciones de su empresa, resuelve participar nuevamente en el mercado financiero con un proyecto innovador a través del cual ofrece a los inversores un análisis de los valores de seguridad, su idea era no limitarse únicamente a recopilar información de la capitalización y la gestión de las empresas. Con este objetivo publica un libro en el que analiza la calidad de inversión de los valores en circulación del sector ferrocarrilero. Moody para expresar sus conclusiones adopta del sistema mercantil y del sistema de calificación de crédito, ambos utilizados por las empresas de reportes de crédito, letras como símbolos de la calificación (*rating*), convirtiéndose así en el primero en evaluar los valores en los mercados públicos. El propósito de las calificaciones de Moody es “proporcionar a los inversores de un sencillo sistema de gradación mediante el cual pueda ser medido el futuro relativo de la capacidad crediticia de los valores” (Moody's, 2014c). El manual de Moody, que tuvo una exitosa aceptación entre los inversores, amplía su rango de análisis en 1913 a empresas industriales y de servicios públicos.

A finales de ese mismo año, surge la figura de John Knowles Fitch quien funda la *Fitch Publishing Company*, empresa que se convertiría años más adelante en *Fitch Ratings*, y comienza a publicar estadísticas financieras de diversas empresas. En 1914 John Moody establece *Moody's Investors Services* y de nuevo extiende la cobertura del *rating* para incluir a los bonos emitidos por ciudades y otros municipios de Estados Unidos. En 1924, para satisfacer la creciente demanda de análisis independientes de los valores financieros, la *Fitch Publishing Company* introduce, por primera vez, la ya familiar escala de calificaciones de "AAA" a "D". En este mismo año los *ratings* de Moody se habían expandido hasta tal punto que cubrían casi el 100% del mercado de bonos en Estados Unidos (Fitch Ratings, 2014; Moody's, 2014c).

Actualmente, es innegable el papel preponderante y la gran ayuda de las agencias de *rating* para mejorar la eficiencia de los mercados de capitales. Desde los primeros manuales que se han publicado hasta la actualidad, las agencias de calificación han crecido, se han desarrollado y se han adaptado al aumento del alcance y la complejidad de los mercados de capital que exigen un nivel de conocimiento más elevado y completo de los sistemas financieros internacionales.

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

Hoy en día las agencias de *rating* de crédito se han establecido en la mayoría de los países para servir a las necesidades de los inversores y los prestatarios corporativos.

De acuerdo con Losada (2009) existen tres motivos principales por los que en las últimas décadas el uso de los *ratings* como indicadores de la calidad crediticia de las entidades o de la calidad de los activos emitidos, ha experimentado un crecimiento significativo:

- a. Los cambios estructurales en los mercados financieros: los mercados han crecido considerablemente no sólo en el número de participantes sino también en el volumen y tipo de transacciones financieras, las cuales se han vuelto más complejas. La participación de nuevos instrumentos financieros, ante la desregulación financiera, ha puesto de manifiesto la necesidad de nuevos intermediarios que proporcionen información sobre los nuevos activos financieros del mercado.
- b. La titulización: la aparición en el mercado de estos nuevos activos, de la mano de la desregulación financiera, ha modificado las tradicionales fuentes de financiación y refinanciación, dirigiendo su mirada a los mercados financieros y abandonando, en cierta medida, los acostumbrados préstamos bancarios. Esto ha provocado una mayor competencia en los mercados de dinero y de capitales, dando origen a una generalizada titulización de activos en la búsqueda de una mayor liquidez y de instrumentos financieros más rentables. Por ejemplo, en los Estados Unidos el desarrollo que los fondos de inversión tuvieron en las últimas décadas fue fruto de la titulización del crédito.
- c. El valor regulatorio que los *ratings* adquirieron desde los años noventa, dado que diversos organismos regulatorios de Europa, Estados Unidos y otros países desarrollados basaron la regulación financiera en los *ratings* de crédito. Debido a lo señalado en los dos primeros puntos, los problemas de supervisión financiera crecieron en complejidad y las posibilidades de intervención de las autoridades financieras se volvieron más difíciles, de ahí que la calificación de los niveles de riesgo de crédito de intermediarios financieros como lo son las agencias de *rating* haya cobrado tanta importancia.

1.2 Qué son las calificaciones crediticias

No existe hasta la fecha una definición estándar que describa el *rating* de crédito, por ello, con la finalidad de entender lo mejor posible este concepto, y de cubrir todas las diferentes áreas involucradas en este tema, se presentan a continuación las definiciones dadas por las tres principales agencias de *rating* de crédito, por diversos organismos internacionales regulatorios y por algunos investigadores académicos y expertos en la materia.

Las definiciones proporcionadas por las agencias de *rating* de crédito son las que se presentan en primer lugar porque representan no sólo la opción más obvia sino también la alternativa más destacada para conocer exactamente qué es un *rating* de crédito y cuál es su objetivo. Las agencias de *rating* de crédito más importantes y grandes en el mundo, y que se mencionarán de manera constante en este trabajo, son *Standard and Poor's*, *Moody's* y *Fitch Ratings*.

Para *Standard and Poor's* un *rating* de crédito es la opinión sobre la calidad crediticia en general de un deudor, o la calidad crediticia de un deudor con respecto a un título de deuda en particular u otra obligación financiera (Standard & Poor's, 2014b). Los *ratings* de crédito de *Standard and Poor's* expresan opiniones prospectivas sobre la relativa calidad crediticia de los prestatarios y los títulos que emiten. Siendo la probabilidad de impago la pieza central de la calidad crediticia (Standard & Poor's, 2011b). Los *ratings* de crédito son opiniones del riesgo de crédito relativo y expresan la opinión de la agencia sobre la capacidad y disposición de un emisor, que puede ser una empresa o el gobierno de un país o una ciudad, para cumplir con sus obligaciones financieras en su totalidad y a tiempo. Expresan además la calidad crediticia de una emisión específica de deuda, como los bonos de una empresa o de un municipio, y la relativa probabilidad de que la emisión pueda incumplir (Standard & Poor's, 2011a).

Según *Moody's Investor Service* un *rating* de crédito es una opinión relacionada con la fiabilidad crediticia de una entidad, una deuda u obligación financiera, un título de deuda, una acción preferente u otro instrumento financiero o de un emisor de dicha deuda u obligación financiera, título de deuda, acción preferente u otro instrumento financiero, emitida utilizando un sistema de calificación establecido y definido de categorías de clasificación (Moody's, 2013a). La opinión de *Moody's* es independiente,

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

objetiva y experta y mide la capacidad del emisor para generar efectivo en el futuro. El fundamento de su opinión es conocer el riesgo para el tenedor de la deuda de no recibir el pago oportuno del principal y los intereses sobre su instrumento de deuda específico y cómo afecta el nivel de riesgo al compararlo con otros valores de deuda (Moody's, 2014b).

Por su parte, los *ratings* de crédito de *Fitch Ratings* proporcionan una opinión de la relativa capacidad de una entidad para cumplir con los compromisos financieros, tales como intereses, dividendos preferentes, devolución del principal, reclamaciones de seguros u obligaciones de contrapartida. Son utilizados por los inversores como indicios de la probabilidad de recibir el dinero que se les adeuda de acuerdo con los términos bajo los cuales se invirtió (Fitch Ratings, 2011).

Como se puede observar en las definiciones expuestas por las tres agencias de crédito existen, además de las evidentes similitudes razonables, puntos que cada una destaca como fundamentales en su proceso de emitir un *rating* de crédito. Entre las cuestiones afines está el hecho de que los *ratings* son siempre *opiniones*, las cuales se basan o se establecen sobre criterios y metodologías que cada una lleva a cabo de forma particular y que constantemente evalúan y actualizan, *de una situación que pasará en el futuro, ya sea a corto o largo plazo, de que el emisor de un título pague a tiempo y en la forma convenida*. Así, los *ratings* de crédito no abordan otro riesgo más que el *riesgo de crédito* y, son medidas *relativas* de ese riesgo. Por tanto, se puede decir que las tres agencias de crédito coinciden en que los *ratings* son opiniones sobre la relativa calidad de crédito de una entidad o de un título emitido y no son una medida que prediga una probabilidad absoluta de incumplimiento/impago específica.

Dado que con los años los *ratings* de crédito han tenido una amplia aceptación y repercusión en los mercados de capitales como herramientas convenientes o significativas para diferenciar la calidad del crédito, y debido también a los escándalos financieros de diferentes compañías de renombre mundial, diversos organismos regulatorios internacionales han debido presentar su propia definición de *rating* de crédito dentro de los documentos emitidos con la finalidad de regular el papel de las agencias de *rating*. Dada la amplitud del número de dichos organismos a nivel mundial, se mencionan aquí sólo los relacionados con la Unión Europea:

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

- Comisión Europea – En el Diario Oficial de la Unión Europea se publicó un comunicado de la Comisión sobre las agencias de calificación crediticia en el cual se menciona que, “las agencias de calificación crediticia emiten opiniones sobre la solvencia de un emisor o de un instrumento financiero determinado. Es decir, evalúan la probabilidad de incumplimiento del emisor, ya sea de sus obligaciones financieras en general (calificación del emisor) o del pago de una deuda o título de renta fija en particular (calificación del instrumento).” (Comisión Europea, 2006).
- Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) (en inglés, *International Organization of Securities Commissions*, IOSCO) – El comité técnico de la OICV en su Código de Conducta de los Fundamentos para las Agencias de *Rating* de Crédito, establece que, “una “calificación de crédito” es una opinión acerca de la solvencia crediticia de una entidad, un compromiso de crédito, un instrumento de deuda o de un emisor de tales obligaciones, expresada mediante un sistema de clasificación establecido y definido. Las calificaciones de crédito no son recomendaciones para comprar, vender o tener cualquier título” (IOSCO, 2008). Esta misma definición fue la usada por el entonces Comité Europeo de Reguladores de Valores (en inglés, *Committee of European Securities Regulators*, CESR), y actualmente llamado Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) (en inglés, *European Securities and Markets Authority*, ESMA), en un análisis técnico y de asesoramiento que proporcionó a la Comisión Europea para evaluar la necesidad de introducir la legislación europea u otras soluciones en materia de las agencias de *rating* (The Committee of European Securities Regulators (CESR), 2005).
- Grupo Europeo de Expertos para los Mercados de Valores Mobiliarios (por sus siglas en inglés ESME, *European Securities Markets Expert Group*) – En un informe solicitado por la Comisión Europea a ESME sobre el papel de las agencias de *rating* de crédito y publicado en junio de 2005, el Grupo de Expertos señala que, “un *rating* de crédito es una opinión y medida del riesgo actual de un deudor con respecto a una obligación financiera específica en base a toda la información disponible. Para ello, *Standard and Poor’s* y *Fitch* definen el riesgo como la probabilidad de incumplimiento (PD por sus siglas en inglés, *probability of default*), mientras que *Moody’s* lo define como “pérdida”, la cual es el producto de

PD y el porcentaje de pérdida en caso de impago.” (European Securities Markets Expert Group, 2008).

A pesar de que las definiciones ya presentadas dan a conocer un panorama amplio de lo que una calificación de crédito implica, es fundamental conocer lo que diferentes artículos y trabajos de investigación consideran como *rating*. Cabe también mencionar que muchos de estos estudios hacen referencia a las definiciones dadas por las agencias de crédito y/o organismos regulatorios y que por ello, ya no se mencionarán.

De acuerdo con Losada (2009) la calificación de crédito es una opinión que emiten agencias especializadas de *rating*, cumpliendo un papel de intermediaras de información en el mercado financiero, sobre el riesgo de crédito de los emisores de deuda, ayudando, de esta forma, a solucionar uno de los principales problemas en el mercado: la asimetría de información que se presenta entre los emisores y los inversores. Las agencias de *rating* reflejan este riesgo de crédito a través de una escala estandarizada cualitativa que va de mayor a menor capacidad crediticia por lo que es fácilmente comprensible por los inversores.

Anderson *et al.* (2003) mencionan que los *ratings* de crédito son evaluaciones profesionales de la probabilidad de incumplimiento y Cheng y Subramanyam (2008) señalan que los *ratings* de crédito del emisor (en contraste con las calificaciones crediticias específicas de la emisión) indican las probabilidades de incumplimiento para toda la empresa, independientemente de la extensión de la protección otorgada a los acreedores de la empresa. Kumar y Haynes (2003) establecen que el *rating* de crédito es una calificación proporcionada por una agencia profesional autónoma que refleja la disposición y la capacidad de los emisores de deuda para cumplir oportunamente con las obligaciones de pagos de intereses y del principal. El concepto de *rating* de crédito de Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) se acerca al de *Standard and Poor's*, al subrayar que es una opinión de una agencia de *rating* de la solvencia total de una entidad y su capacidad para satisfacer sus obligaciones financieras y argumentan que los *ratings* evalúan la probabilidad de que los flujos de efectivo futuros de una empresa sean suficientes para cubrir los costos del servicio de deuda y los pagos de capital. Finalmente Elbannan (2009) apunta que el *rating* de crédito es uno de los

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

determinantes principales de una empresa del costo de capital de la deuda, de la estructura de capital, y por tanto de la gama de oportunidades de inversión aceptables.

El presidente de *Standard and Poor's*, Douglas L. Peterson, en una reunión en Naciones Unidas, sobre el papel de las agencias de *rating* en el sistema financiero internacional, afirmó que los *ratings* representan "opiniones sobre el riesgo de crédito y están diseñados para responder a la pregunta ¿Cuál es la capacidad y la voluntad del emisor para cumplir con sus obligaciones financieras en su totalidad y a tiempo?" Además, recalcó que los *ratings* "no reflejan la confianza del mercado o la dinámica de la oferta y la demanda, es decir, no son la opinión de un comerciante del riesgo de crédito. No se ocupan del valor de los activos ni tampoco hablan de la liquidez de un valor. No son una recomendación para comprar o vender. Los *ratings* abordan sólo un aspecto de un instrumento de deuda - la calidad del crédito" (Peterson, D. L., 2013).

Todas las definiciones anteriormente señaladas ofrecen una imagen clara de lo que un *rating* de crédito significa y representa en el mercado de valores. Actualmente no se puede hablar de bonos, títulos o valores sin hacer mención de las calificaciones de crédito. Tanto emisores como inversores y organismos reguladores han convertido a los *ratings* en un elemento fundamental en los mercados financieros. De tal forma que la tarea que llevan a cabo las diversas agencias de calificación crediticia no solo se vuelve trascendental, sino que es objeto de estricto escrutinio por parte de diversos organismos reguladores. De este tema se hablará precisamente más adelante. Por ello, no hay que dejar de lado el hecho de que la tarea principal de las agencias de *rating* de crédito dentro de los mercados financieros continúa siendo el mismo que cuando surgieron y que no es otro que el de reducir uno de los principales fallos del mercado: la información imperfecta (Losada, 2009). Las agencias, a través de sus calificaciones, revelan información privada al mercado, lo que constituye un apoyo a los inversores para superar el problema de información asimétrica de la calidad del crédito, de esta forma ellos tienen la oportunidad para discernir entre emisores de alto riesgo de crédito y emisores con un riesgo de crédito bajo. Así, los mercados de crédito se benefician de los *ratings* y funcionan de manera más eficiente. El punto crucial aquí es que la calificación de crédito no pretende servir como una recomendación de compra-venta, pero es una evaluación objetiva y una fuente de información (Kumar y Haynes, 2003).

1.3 El contenido de las calificaciones crediticias

Las agencias de *rating* de crédito resumen su opinión utilizando una escala ordinal de símbolos alfanuméricos, generalmente letras del alfabeto, que indican la mayor o menor capacidad crediticia. Cada símbolo representa una categoría dentro de la cual las características del riesgo de crédito son las mismas. No hay un sistema homogéneo entre las agencias, cada una mantiene su propio conjunto de sistemas de *rating*. Sin embargo, dichos sistemas son equiparables y proporcionan un marco globalmente consistente que permite comparar la calidad crediticia independientemente de la moneda de la obligación, país de origen o sector en que opera el emisor. Las agencias presentan, dentro de este conjunto de sistemas, diferentes clases de calificaciones de crédito, distinguiendo de manera importante entre los *ratings* asignados a los emisores y los *ratings* otorgados a las emisiones y, los cuales, suelen dividirlos en base a un horizonte temporal entre *ratings* a largo plazo y *ratings* a corto plazo.

Además, para propósitos más específicos, la mayoría de las agencias asignan calificaciones particulares a ciertas transacciones de mercados o a entidades, como por ejemplo: *ratings* soberanos, *ratings* de solidez financiera de los bancos, *ratings* de solidez financiera a las aseguradoras, *ratings* de instrumentos de finanzas estructuradas, *ratings* de riesgo de *swaps*, *ratings* de calidad crediticia de fondos de inversión, *ratings* de riesgo de volatilidad de fondos, *ratings* a fondos o bonos municipales, *ratings* de fondos de *money market*, *ratings* a escala nacional, *ratings* de acciones a escala nacional y regional, por mencionar algunos (Standard & Poor's, 2013, Moody's, 2013b).

Así, el *rating* de riesgo crediticio de una emisión es una opinión sobre la calidad crediticia de un deudor respecto a una obligación financiera específica, una clase u obligaciones financieras específicas, o un programa financiero específico. Esta opinión, de acuerdo con *Standard and Poor's* (2013) considera la calidad crediticia de los garantes, aseguradoras u otras formas de respaldo crediticio de la obligación y también toma en cuenta la moneda de denominación de origen. Por otro lado, la calificación de crédito de un emisor es una opinión sobre la capacidad crediticia general de un deudor independientemente de su instrumento o instrumentos particulares de deuda. Es decir, no aplica a ninguna obligación financiera específica ya

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

que no considera la naturaleza y las disposiciones de dicha obligación. A pesar de la diferencia existente entre los *ratings* del emisor y los *ratings* de los instrumentos financieros, ambos no llegan a ser totalmente independientes uno del otro. Para el propósito de explicar las escalas de los *ratings* y analizar y evaluar qué son las calificaciones, o qué no son, no es necesario distinguir uno de otro (Langohr y Langohr, 2008). Más adelante cuando se analicen los factores que influyen o podrían influir en una calificación de crédito se hará mención de que los *ratings* empleados para este trabajo son los asignados al emisor de largo plazo, ya que en este caso si es prioritario diferenciar uno de otro.

Como ya se ha mencionado, además de la diferencia que prevalece entre calificar a un emisor y calificar a sus instrumentos, hay que considerar también la característica del horizonte de tiempo. Los *ratings* a largo plazo proporcionan una opinión de la solvencia crediticia de un emisor o emisión durante un período de tiempo que se extiende de tres a cinco años en el futuro. Mientras que las calificaciones a corto plazo hacen referencia, principalmente, sólo a un año.

A continuación se muestra la tabla 1 que indica las escalas de rating a largo plazo utilizadas de forma global actualmente por *Standard and Poor's*, *Moody's* y *Fitch*:

Tabla 1. Escala de ratings de Standard and Poor's, Moody's y Fitch Ratings

		Standard & Poor's	Moody's	Fitch Ratings
Grado de inversión				
Muy solventes	La más alta calidad de crédito	AAA	Aaa	AAA
	Muy alta calidad de crédito	AA+	Aa1	AA+
		AA	Aa2	AA
Solventes		AA-	Aa3	AA-
	Alta calidad de crédito	A+	A1	A+
		A	A2	A
		A-	A3	A-
	Buena calidad de crédito	BBB+	Baa1	BBB+
		BBB	Baa2	BBB
	BBB-	Baa3	BBB-	
Grado especulativo				
Especulativo	Especulativo	BB+	Ba1	BB+
		BB	Ba2	BB
		BB-	Ba3	BB-
	Altamente especulativo	B+	B1	B+
		B	B2	B
		B-	B3	B-
Insolventes	Riesgo de crédito	CCC+	Caa1	CCC+
		CCC	Caa2	CCC
		CCC-	Caa3	CCC-
	Muy alto riesgo de crédito	CC	Ca	CC
		C	C	C
	D			

Fuentes: Moody's (2013b) y Standard and Poor's (2011a)

En la tabla 1 se señalan los diferentes niveles de grados alfabéticos que cada una de las agencias calificadoras usa para designar los diversos niveles de riesgo de crédito. Las letras, que representan a los *ratings*, ofrecen una manera simple y eficiente de comunicar la opinión sobre la solvencia y calidad crediticia del emisor o emisión calificados. Una importante propiedad de esta escala de *ratings* es su carácter ordinal, lo que permite que sean comparables todos los *ratings* a lo largo de la escala. Las diferentes agencias de calificación crediticia, por lo menos las tres más grandes del mundo, han logrado, y se esfuerzan en mantener, una escala de *ratings* global consistente que ofrezca un parámetro a nivel mundial del riesgo crediticio, de tal forma que, un *rating* BBB/Baa asignado a un emisor o emisión en América tiene el mismo riesgo que un BBB/Baa asignado en Europa (Langohr y Langohr, 2008).

Como se observa, las agencias de calificación crediticia usan, además de las letras, otros símbolos, llamados modificadores (Moody's, 2013b; Standard & Poor's, 2011a), que acompañan a las letras para mostrar más apropiadamente la posición

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

relativa del *rating* dentro del mismo nivel de calificación y se usan en las principales categorías de calificación. Así, en el caso de *Standard and Poor's* y *Fitch* las calificaciones de AA a CCC pueden modificarse agregándoles un signo de más (+) o de menos (-), mientras que *Moody's* agrega los modificadores numéricos 1, 2 y 3 a todos los *ratings* entre Aa y Ca. Los modificadores (+) o 1 indican que el emisor o el instrumento financiero se encuentran en el rango superior de su categoría de calificación genérica; la ausencia de modificador para *Standard and Poor's* y *Fitch* o el número 2 para *Moody's* indica que se ubica en un rango medio; y los modificadores (-) o 3 señalan que se sitúan en el rango inferior de esa categoría de *rating* genérico.

La clasificación señalada en la tabla 1, como indican las agencias calificadoras, no constituye una recomendación o asesoramiento para el potencial inversor, no sugiere la compra, venta o mantenimiento en cartera de un instrumento, solamente es un elemento que los agentes pueden considerar cuando toman sus decisiones de inversión. Sin embargo, en términos generales, se asignan los *ratings* entre AAA y BBB / Aaa y Baa a emisores o instrumentos financieros con carácter de inversión, mientras que el resto de los *ratings* hacen referencia a emisores y/o emisiones con carácter especulativo, lo que a menudo se denomina “de bajo rango”. Hay quienes hacen una tercera separación con las calificaciones que se encuentran por debajo de CC/Ca, por considerar que en estos niveles la deficiencia en la calidad crediticia ya es notable e irreparable.

Las agencias de calificación crediticia usan además “expresiones de cambio”, como lo llama *Standard and Poor's*, para indicar las perspectivas del *rating* y sus eventuales revisiones. Una perspectiva de una calificación (*outlook*) es una opinión de la probable dirección del *rating* de un emisor en el mediano plazo (para *Fitch* de uno a dos años o para *Standard and Poor's* de seis a 24 meses). Estas perspectivas señalan las tendencias financieras o económicas, generalmente potenciales de riesgo, que no logran desencadenar una acción que modifique el *rating* pero que podrían hacerlo si tales tendencias continúan. Para las tres grandes agencias, las perspectivas encuadran dentro de las cuatro categorías siguientes: Positivas, Negativas, Estables y En desarrollo. Así, una perspectiva negativa, positiva o en desarrollo sugiere una mayor probabilidad de un cambio en la calificación en el medio plazo, mientras que una perspectiva estable sugiere una baja probabilidad de cambio. De acuerdo con *Moody's* cuando se emite una perspectiva al *rating*, también se pone de manifiesto la

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

certeza de que el perfil crediticio del emisor es consistente con el nivel de *rating* en ese momento específico, ya que se ha comprobado que después de la asignación de una perspectiva estable, un 90% de las calificaciones no experimenta ningún cambio de *rating* durante el siguiente año (Fitch Ratings, 2011; Moody's, 2013b y Standard & Poor's, 2011a).

Por otro lado, una revisión (*credit watch*) indica que un *rating* está en observación, por lo que tiene una elevada probabilidad de cambio en el corto plazo (generalmente a 90 días), y, además, al igual que la perspectiva, la revisión señala el probable rumbo de dicho cambio, el cual puede ser un ascenso, un descenso o una dirección incierta, lo que significa que la revisión puede concluir también en una confirmación sin modificación de la calificación. Las agencias colocan un *rating* en revisión cuando necesitan más información o análisis de eventos o circunstancias que, en un período relativamente corto de tiempo, pueden justificar un cambio en el *rating*. Así, el período de revisión se usa típicamente para reunir más referencias y/o someter la información a un análisis más profundo de los eventos o circunstancias desencadenantes del probable cambio, los cuales pueden ser predichos o ya haber ocurrido (Fitch Ratings, 2011; Moody's, 2013b y Standard & Poor's, 2011a).

Sin embargo, las agencias señalan que, si cuentan con toda la información disponible para tomar la decisión de un cambio en la calificación, pueden hacerlo inmediatamente sin necesidad de haber colocado previamente el *rating* en perspectiva o haber efectuado una revisión.

Es importante destacar, nuevamente, la cualidad ordinal de las escalas de *rating*. Esta característica indica que una calificación AA/Aa tiene menor probabilidad de riesgo de crédito que un *rating* BBB/Baa, o que una calificación CC/Ca es más probable a sufrir de incumplimiento de sus obligaciones financieras que un *rating* B, pero lo que la escala no señala es cuánto más o cuánto menos probable es ese riesgo. Es por ello también que los *ratings*, de acuerdo con las propias agencias, son indicadores del riesgo de crédito y no medidas absolutas del mismo (Langohr y Langohr, 2008).

En la tabla 2 se describen las calificaciones de crédito mostradas en la tabla 1:

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

Tabla 2. Definición de la escala de rating de crédito de Standard and Poor's y Moody's

S&P		Moody's	Descripción
Grado de inversión			
Muy solventes	AAA	Aaa	Es la calificación más alta y sujeta al riesgo crediticio mínimo. Los emisores tienen una capacidad extremadamente fuerte para cumplir con sus compromisos financieros. Son los bonos más seguros.
	AA	Aa	Obligaciones de alta calidad y sujetas a un riesgo crediticio muy bajo. Los emisores presentan una capacidad muy fuerte para cumplir con sus compromisos financieros. Difiere solamente en un pequeño grado de los que tienen la calificación más alta. Tienen una calificación ligeramente peor porque tienen unos límites de protección algo peores.
Solventes	A	A	Las obligaciones se consideran de grado intermedio-alto y están sujetas a un riesgo crediticio bajo. El emisor presenta una capacidad fuerte para cumplir con sus compromisos financieros, pero es un poco más susceptible a condiciones y situaciones económicas adversas que los emisores calificados en categorías más altas.
	BBB	Baa	Las obligaciones se consideran de grado intermedio y están sujetas a un riesgo crediticio moderado, por lo que en ocasiones pueden exhibir ciertas características especulativas. Los emisores presentan una capacidad adecuada para cumplir con sus obligaciones financieras bajo condiciones normales, sin embargo, condiciones económicas adversas o cambios coyunturales probablemente ocasionarán el debilitamiento de su capacidad financiera.
Grado especulativo			
Especulativo	BB	Ba	Las obligaciones se consideran especulativas y están sujetas a un riesgo crediticio considerable. Un emisor con este rating es menos vulnerable, en el corto plazo, que otros emisores con calificaciones más bajas. Enfrenta constante incertidumbre y exposiciones ante situaciones adversas financieras, económicas y del negocio, lo que puede hacer que su capacidad sea inadecuada para cumplir con sus compromisos financieros. A partir de esta categoría están los bonos basura o <i>junk bonds</i> .
	B	B	Las obligaciones se consideran especulativas y sujetas a un riesgo crediticio alto. El emisor es más vulnerable a situaciones financieras, económicas y del negocio adversas que perjudicarían su capacidad financiera pero que actualmente tiene capacidad para cumplir con sus obligaciones financieras.
	CCC	Caa	Las obligaciones son especulativas con mala reputación y encadenadas a un riesgo crediticio muy alto. El emisor es actualmente vulnerable y depende de condiciones favorables del negocio, financieras y económicas para cumplir con sus compromisos financieros. Activos en suspensión de pagos o casi.
Insolventes	CC	Ca	Las obligaciones son altamente especulativas y es probable que estén en incumplimiento o que estén a punto de estarlo, con cierta perspectiva de recuperación de capital e intereses. El emisor es actualmente altamente vulnerable. S&P usa este rating cuando no ha ocurrido aún el incumplimiento pero lo prevé como una certeza virtual, sin considerar el momento en que este suceda.
		C	Las obligaciones presentan la calificación más baja y suelen estar en incumplimiento. Poca perspectiva de recuperación de capital e intereses. Puede estar en quiebra.
		C	Se ha presentado una petición de bancarrota o acción similar, pero continúa realizando los pagos de obligaciones financieras.
		D	Incumplimiento de pago de las obligaciones financieras. Está legalmente en suspensión de pagos o quiebra. S&P asigna este rating cuando considera que un incumplimiento de pago será general y que el deudor no pagará puntualmente ninguna o casi ninguna de sus obligaciones.

Fuentes: Moody's (2013b) y Standard and Poor's (2011a)

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

Un punto a destacar por las diferentes agencias de *rating* de crédito es el relativo no sólo al contenido de la calificación crediticia sino también las características que no forman parte del *rating* de crédito. Con la idea de aclarar y unificar criterios se presentan a continuación estas particularidades que no forman parte de su concepto.

Standard and Poor's menciona que los *ratings* crediticios “no son indicadores absolutos de la probabilidad de incumplimiento” y *Fitch* subraya que los *ratings* “no son una medida de predicción de la probabilidad específica de incumplimiento”. (*Fitch Ratings*, 2011; *Standard & Poor's*, 2011a). Las calificaciones de crédito al ser opiniones, no pueden o no deben ser consideradas como hechos exactos o inexactos, ya que no son señales exactas de la probabilidad de incumplimiento de un emisor o de una emisión de deuda. Si bien, las agencias cuentan con comités conformados por especialistas con experiencia que analizan a profundidad toda la información necesaria y disponible, tanto pública como no pública, que reciben de los emisores y de otras fuentes disponibles para emitir un *rating*, siempre van a existir en el futuro acontecimientos y factores que quedan fuera de las manos de los analistas y que por ende, no se pueden predecir con confianza al 100%. Por tanto, cuando una agencia establece un *rating* AA/Aa a un instrumento financiero, significa que dicha agencia considera que este instrumento tiene una mayor calidad crediticia o una menor probabilidad de riesgo de impago que un instrumento con un *rating* BB/Ba. Pero ambas calificaciones no son probabilidades en sí mismas, solamente reflejan la opinión de la agencia sobre cuál es menos o más probable que no se lleve a efecto y el inversor tiene la última responsabilidad.

Las tres grandes agencias de calificación de crédito dejan muy claro que el punto a valorar al emitir un *rating* es la calidad crediticia (capacidad para cumplir con sus obligaciones de deuda) de un emisor o de una emisión, es decir, están concentradas en analizar a un factor muy importante del mercado de valores, el riesgo de crédito. De tal forma que los precios de los instrumentos financieros y por tanto el riesgo de mercado, son factores que el *rating* de crédito no aborda. Así queda señalado por las tres agencias cuando *Fitch* menciona que las calificaciones de crédito “son medidas relativas de riesgo... y no hacen referencia a la adecuación del precio de mercado... o a la naturaleza de exención de impuestos o fiscal de los pagos de ningún título”, *Standard and Poor's* afirma que “no constituyen indicadores de la liquidez de mercado para un instrumento de deuda o de su precio en el mercado secundario ni

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

miden el valor de un activo” y *Moody’s* en su metodología apunta que “se analizan todos los factores de riesgo de crédito relevantes” (Fitch Ratings, 2011; *Moody’s*, 2014b y *Standard & Poor’s*, 2011a).

Por último, es importante tener en cuenta que las agencias no ofrecen servicios de asesoramiento en términos de aconsejar la compra o venta de valores. Así, *Standard and Poor’s* subraya que “los *ratings* de crédito no constituyen una recomendación de inversión, compra, venta o mantenimiento en cartera de un instrumento. Solamente son un elemento que los inversores pueden considerar cuando toman sus decisiones de inversión” y *Fitch* afirma que “no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener cualquier título, ni tampoco comentan sobre la conveniencia de cualquier título para un inversor particular”. De esta forma, los inversores y demás participantes del mercado, que usan a los *ratings* para tomar sus decisiones de inversión, deben estar conscientes de que las calificaciones no constituyen una garantía al 100% de que una inversión será pagada o de que caerá en incumplimiento. Si bien los *ratings* se construyen sobre la base de análisis sólidos realizados por profesionales con experiencia que evalúan e interpretan la información recibida de los emisores y de otras fuentes fiables, los inversores no deben olvidar que están obligados a tener en cuenta otros aspectos, tales como su estructura de capital, composición actual de su cartera, su estrategia de inversión, el nivel de riesgo que pueden asumir, etc. Como *Standard and Poor’s* ejemplifica: al comprar un auto la reputación o calidad son factores importantes, pero no los únicos a considerar (Fitch Ratings, 2011; *Standard & Poor’s*, 2011a).

1.4 Importancia de los *ratings* de crédito

En las últimas décadas las calificaciones de crédito, como indicadores de la calidad del crédito, han experimentado un gran auge, y de forma más que evidente, continúan en esta tendencia. En el actual entorno económico internacional, el tema de los *ratings* de crédito ha llegado a ser un aspecto primordial dentro de los mercados de capitales no sólo para los emisores y suscriptores de deuda e inversores, sino también para los reguladores, legisladores, académicos y especialistas del mundo financiero (Kumar y Haynes, 2003). La investigación académica ha reconocido en todo momento

la magnitud de la relevancia y la influencia que los *ratings* de crédito ejercen en los diferentes grupos de interés (Boot *et al.*, 2006; Cantor, 2004, Kisgen, 2006; Lagner *et al.*, 2012; White, 2013).

Las calificaciones de crédito al tiempo que forman parte integral de los mercados financieros constituyen una de sus características más importantes, pero también más enigmáticas. Su importancia es especialmente evidente cuando se considera el comportamiento de los diferentes partícipes del mercado, básicamente de inversores, emisores, intermediarios y reguladores. Más específicamente, el hecho de que la mayoría de los bonos emitidos tengan al menos un *rating*, y muchos de ellos tengan dos (Boot *et al.*, 2006), que la mayoría de las inversiones requieran tener un determinado *rating*, la acción contundente de haber sido usados como *inputs* en la regulación financiera (Losada, 2009), que emisores paguen por una calificación, en el caso de USA el 98% de los emisores lo hacen (Lagner *et al.*, 2012), y la enorme preocupación de los inversores durante las transiciones de los *ratings*, acentúan el papel destacado de las calificaciones crediticias (Boot *et al.*, 2006; Lagner *et al.*, 2012).

Esta importancia de los *ratings* desencadenó una ola de diversas corrientes de investigación fomentada, además, de manera especial por el incremento en la complejidad de las oportunidades de inversión, en el número de quiebras y en los requerimientos regulatorios durante los pasados veinte años (Cantor, 2004; Lagner *et al.*, 2012; White, 2013). La literatura sobre las calificaciones de crédito, como señalan Lagner *et al.* (2012), ha cubierto principalmente cinco áreas de especial interés: rendimiento en relación con el coste de capital, modelos de impago, influencia del *rating*, metodología del *rating* y su carácter cíclico y regulación. Sin embargo, a pesar de la gran popularidad de este indicador y la frecuencia de su uso, las recientes crisis hipotecarias y de Europa y las calificaciones asignadas a los productos estructurados han provocado que la calidad de los *ratings* de crédito sea cuestionada (Salvador Muñoz *et al.*, 2011) y que los investigadores académicos cuestionen su papel dentro de los mercados. De esta forma, por un lado están quienes se muestran escépticos acerca del incremento del valor de los *ratings*, y por el otro están los que apoyan las teorías que señalan el fuerte impacto que tienen en el correcto desarrollo de los mercados de capitales, su importante papel dentro de los sistemas financieros y con ello el creciente valor que presentan para los distintos partícipes en el mercado (Boot *et al.*, 2006; Kisgen, 2006).

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

Vale la pena recordar que las agencias de calificación crediticia nacen de la necesidad de los inversores de información objetiva y de calidad, y que dicha exigencia sigue siendo palpable en los mercados financieros. A medida que aumenta tanto la complejidad de los instrumentos financieros como el número de empresas endeudadas directamente de los mercados de capitales, y que el entorno económico se vuelve cada vez más competitivo, los inversores con un perfil más exigente encuentran que ni la situación financiera de los deudores ni su imagen de marca constituyen una garantía suficiente del cumplimiento de las obligaciones financieras (pago oportuno de intereses y del principal) (Kumar y Haynes, 2003). El *rating* de crédito, emitido por agencias especializadas que después de más de 100 años permanecen cubriendo las necesidades de información de los inversores, ayuda, a los diferentes participantes del mercado, al informar sobre la salud financiera de los emisores y/o emisiones.

Al mismo tiempo, los inversores ya sean personas físicas o inversores corporativos e institucionales demandan una agencia de calificación crediticia independiente y acreditada, la cual juzgue imparcialmente la calidad de las obligaciones de deuda de las diferentes empresas y les ayude en la toma de decisiones de inversión (Kumar y Haynes, 2003). Las agencias colaboran en este sentido y mejoran el proceso de financiación proporcionando la requerida información de crédito, de forma clara y consistente, de diferentes países, entidades de negocios, y proveyendo, además, de una escala de calificación estándar que permite la comparación y garantiza un modelo común que ayuda a los diferentes *stakeholders* en las tomas de decisión de inversión. Las agencias de *rating* de crédito reducen así notablemente la asimetría de la información en los mercados de capitales (Baresa *et al.*, 2012; Bhojraj y Sengupta, 2003; Losada, 2009; White 2013).

Los beneficios que los *ratings* de crédito proporcionan son diversos y afectan a las diferentes partes interesadas en los mercados financieros, de manera que constituyen un estímulo para la inversión del ahorro e información útil sobre los mercados financieros a bajo coste que permite tomar decisiones más adecuadas sobre la relación entre rentabilidad y riesgo (Kumar y Bhattacharya, 2006; Kumar y Haynes, 2003). Las calificaciones de crédito, al ser de fácil lectura e indicadores eficientes del riesgo relativo de crédito, facilitan, a los nuevos participantes en el mercado, la comprensión de dicho riesgo en los diferentes instrumentos, por lo que

favorecen el proceso de emisión y compra de bonos y de otras emisiones de deuda. Por ello, pueden ser usadas por los inversores como parámetros para comparar diferentes emisiones y/o emisores de deuda, de tal forma que, acorde con su perfil y su propia capacidad financiera o sus propios lineamientos financieros, les permita asumir determinado nivel de riesgo de crédito, al mismo tiempo que les ayuda a administrar su cartera. Los *ratings* son importantes en este sentido porque minimizan el riesgo y maximizan la rentabilidad.

El *rating* puede ser usado por las empresas como una herramienta para mejorar su imagen de marca (Kumar y Haynes, 2003), animándolas a llevar a cabo acciones que les permitan aumentar su reputación de cara al mercado. Los gerentes de las empresas con frecuencia buscan una calificación de crédito con el fin de indicar a los inversores no solo la adecuación de su fuerza financiera corporativa, sino también la eficiencia de los sistemas de control interno y de forma más general la capacidad de gestión (Adams *et al.*, 2003; Elbannan, 2009).

Si las empresas además cuentan con una buena calificación, podrían participar en el mercado con mayor confianza para, de esta forma, incrementar sus fondos con tasas más reducidas (Kumar y Bhattacharya, 2006; Kumar y Haynes, 2003). Los *ratings*, al favorecer el control de la cartera de acuerdo con sus necesidades de financiación, les pueden ayudar a determinar la estructura óptima de deuda-capital que en determinado momento se necesite de acuerdo a los requerimientos de los diferentes *stakeholders*, a la estrategia que persiga la empresa y al riesgo financiero que se desee asumir, para de esta forma poder acceder al capital a un costo razonable. De esta manera, los *ratings* pueden ayudar a las empresas emisoras a prever la tasa de interés de sus nuevas emisiones de deuda. Como regla general, cuanto mejor sea la calidad crediticia del emisor o emisión, menor será la tasa de interés que el emisor tendrá que pagar para atraer inversores. La calificación de crédito igualmente se convierte en un elemento de apoyo para poder fondear su expansión o proyectos de investigación y desarrollo (Standard & Poor's, 2011a). Esta opción incluso puede llevar a mejorar el *rating* de la empresa ya que como mencionan Czarnitzki y Kraft (2004) las empresas que presentan un gasto alto en actividades innovadoras, hasta cierto límite, obtienen mejores *ratings*.

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

Como puede observarse ampliamente en la prensa o en revistas de economía o financieras, los ejecutivos financieros de las empresas se muestran considerablemente interesados en las calificaciones de crédito, no solo desde el punto de vista del propio *rating* asignado a la empresa a la que pertenecen (si está calificada), sino además por la señal de riesgo que los *ratings* proporcionan en el mercado de los diferentes instrumentos financieros y la información que ello conlleva. En relación a este aspecto Kisgen (2006) examina el impacto que las calificaciones de crédito tienen en las decisiones que toman los gerentes en la estructura de capital de la empresa y encuentra evidencia empírica de que los *ratings* si afectan directamente esas decisiones. Señala que un potencial cambio en la calificación, ya sea para subir o bajar el *rating*, afecta las decisiones que los gerentes realizan en la estructura de capital. Estos resultados demuestran, por ejemplo, que los gerentes están preocupados por los costes-beneficios del *rating* en la empresa y confirman el punto de vista de que las calificaciones crediticias son señales de calidad de la empresa. En esta misma vertiente, Elbannan (2009) proporciona evidencia empírica de que el *rating* de crédito es una función de la calidad del control interno. Sus resultados sugieren que un pobre control interno impacta negativamente en la calificación de crédito lo que repercute en un mayor costo de financiación de la deuda, menores ingresos y menor atractivo en general en los mercados de capital para estas empresas.

Los inversores institucionales pueden utilizar el *rating* para establecer sus decisiones de inversión, pues este tipo de inversores, incluyendo fondos de inversión, fondos de pensión, bancos y aseguradoras, a menudo utilizan las calificaciones crediticias para complementar sus propios análisis crediticios de emisiones de deuda (Standard & Poor's, 2011a). Los *ratings*, además, facilitan la formulación de líneas de actuación de política pública en inversiones institucionales (Kumar y Haynes, 2003).

Standard and Poor's menciona que los bancos pueden usar los *ratings* crediticios "para comparar el riesgo crediticio relativo de diferentes emisiones de deuda así como para establecer el precio inicial de las emisiones de deuda que estructuran y contribuir en la determinación de la tasa de interés que estas paguen. La banca de inversión y entidades que estructuran tipos específicos de emisiones de deuda pueden consultar los criterios de una agencia de calificación cuando toman sus propias decisiones sobre cómo configurar diferentes emisiones de deuda o diferentes series o clases de deuda" (Standard & Poor's, 2011a). También la opinión sobre el riesgo de

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

contraparte puede ayudar a las empresas a analizar su exposición crediticia a firmas financieras que han acordado asumir ciertas obligaciones y a evaluar la viabilidad de alianzas potenciales y de otras relaciones de negocio (Standard & Poor's, 2011a).

Por otra parte, los *ratings*, al ser ampliamente utilizados en las tomas de decisión de financiación e inversión, afectan a la asignación de recursos en una economía (Elbannan, 2009), ya que al fomentar la inversión pública y privada en el sector empresarial, pueden impulsar el crecimiento económico (Kumar y Haynes, 2003). De tal forma que los *ratings*, en los cuales confían los inversores y los gobiernos, al ofrecer información disponible, consistente y clara, mejoran la transparencia y eficiencia de los mercados y con ello contribuyen al fortalecimiento de la economía, protegiendo al mismo tiempo al inversor, al funcionar como un medio para disciplinar a las empresas (Kumar y Bhattacharya, 2006; Kumar y Haynes, 2003).

Actualmente muchos de los requisitos regulatorios y acuerdos contractuales se basan en los *ratings* asignados a los bonos y/o a las empresas y muchas entidades permiten que las inversiones se realicen sólo en instrumentos de deuda con determinado grado de inversión. El hecho de que los organismos reguladores definan los requisitos parcialmente basados en las calificaciones independientes indica la importancia del proceso de calificación (Elbannan, 2009). La SEC (*U.S. Securities and Exchange Commission*) en un informe requerido por la SOX (*Sarbanes-Oxley Act*) sobre el papel y la función de las agencias de *rating* de crédito en la operación de los mercados de valores, reconoció que "en los últimos, la importancia de los *ratings* crediticios a los inversores y otros participantes en el mercado ha aumentado considerablemente, impactando en el acceso del emisor y el costo del capital, la estructura de las transacciones financieras, y la capacidad de los fiduciarios y otros para hacer determinadas inversiones" (U.S. Securities and Exchange Commission, 2003).

Según revela el *Bank of International Settlements* hay 150 agencias activas alrededor del mundo (Masciandaro, 2013). De estas, cerca de 140 se encuentran en un solo país y/o se enfocan en sectores o áreas geográficas particulares y alrededor de 5 a 10 con sede en Japón, Estados Unidos y Canadá proporcionan *ratings* en más de un país o sector. Mientras que en los Estados Unidos hay 10 agencias oficialmente registradas, en Europa sólo existen cuatro oficiales (las tres conocidas y la canadiense

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

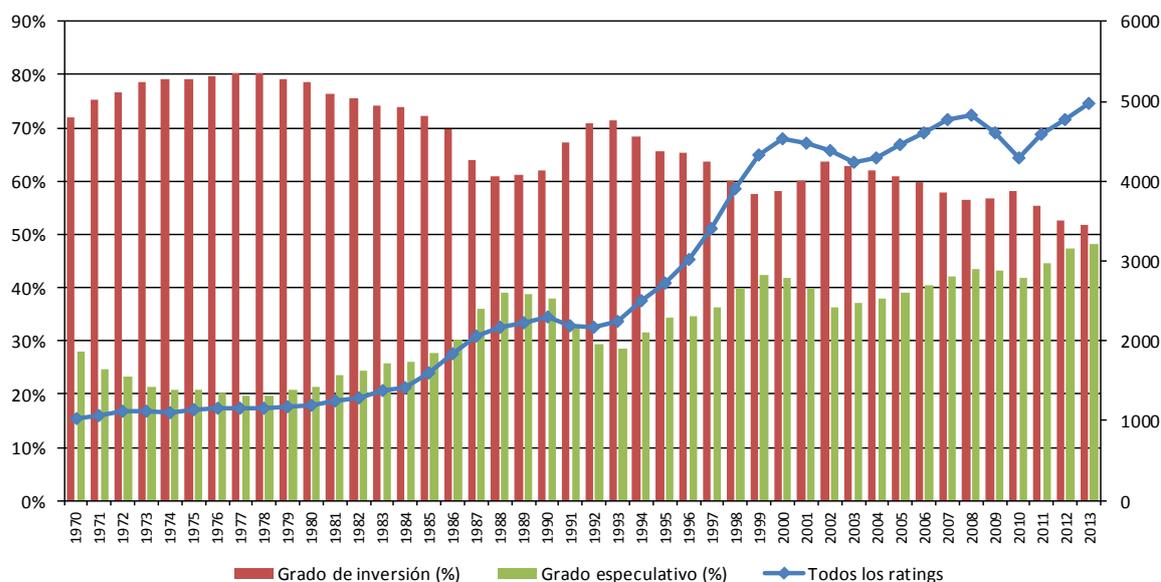
DBRS). Pero el mercado mundial está dominado, como ya se ha mencionado, por tres agencias de calificación crediticia -*Standard and Poor's*, *Moody's* y *Fitch Ratings*- quienes alcanzan cuotas de mercado estimadas en un 80% para *Standard and Poor's* y *Moody's* y un 15% para *Fitch*, cubriendo así el 95% del mercado.

Actualmente las calificaciones de *Moody's* cubren alrededor de 130 países, 11.000 emisores corporativos, 21.000 emisores de finanzas públicas y 76.000 obligaciones de financiación estructurada. Además la agencia emplea aproximadamente a unas 9.900 personas en todo el mundo y mantiene presencia en 33 países. *Standard and Poor's*, por otra parte, cuenta con cerca de 1.400 analistas en 26 países, más de 6.000 empleados cubriendo 129 países, emite *ratings* en las áreas de “instituciones financieras, compañías de seguros, empresas, valores respaldados con activos y títulos del gobierno”, tiene en circulación alrededor de 1,2 millones de calificaciones de crédito, calificó 4,3 billones de dólares en deuda nueva sólo en 2014 y tiene 47,5 billones de dólares en deuda calificada. El número de emisores calificados por *Standard and Poor's* pasó de 1.386 en 1981 a 5.860 en 2009.

En la figura 1 se puede apreciar el crecimiento de los *ratings* de crédito desde 1970 hasta 2013 ilustrado con datos de *Moody's*. En el gráfico la línea continua, correspondiente al eje de la derecha, indica el número total de emisores calificados. Así, por ejemplo, *Moody's* calificó a 1.036 emisores en 1970 y a 4.969 en 2013. A primera vista se puede distinguir el crecimiento en el volumen de las calificaciones año tras año y, además, se observan tres períodos en los que los *ratings* sufrieron un ligero retroceso. El primero de ellos es a principios de los noventa, durante los años 1991, 1992 y 1993. El segundo período ocurre en los años de 2001 a 2004 (posiblemente motivada por la explosión de la “burbuja de las .com”), y la tercera y última caída es a finales de la década de los 2000, en 2009 y 2010, en los albores de la crisis financiera internacional. Asimismo, en el gráfico se muestra el porcentaje de emisores en grado de inversión y el porcentaje en grado especulativo; dichos porcentajes se expresan en el eje de la izquierda. De manera que, para ejemplificar, de los 1.036 emisores calificados en 1970, el 72,01% recibió un *rating* en grado de inversión y el 27,99% mantenía un *rating* en grado especulativo y, en 2013, de los 4.969 emisores calificados, el 51,72% tenía una calificación en grado de inversión y el 48,28% en grado especulativo. En estos 43 años se observa una clara tendencia hacia un mayor

peso específico de las emisiones calificadas de especulativas en detrimento de las emisiones calificadas de inversión.

Figura 1. Crecimiento del negocio de los *ratings* de Moody's (1970-2013)



Fuente: Moody's (2014a).

1.5 Regulación en la industria de las agencias de *rating* en Europa

La solvencia de las entidades es de vital importancia para mantener la estabilidad financiera de los mercados. Las agencias de calificación crediticia contribuyen a esta estabilidad al ser proveedoras de información sobre la fortaleza financiera de dichas entidades a través de sus *ratings*. Dada la trascendencia de las agencias en los mercados y la importancia que la regulación financiera ha otorgado a los *ratings* al darles un valor regulatorio, resulta prioritario conocer la regulación que rige a las agencias de calificación crediticia en Europa. Esta importancia también procede de ciertas particularidades que predominan en el sector de las agencias de *rating* y que son ampliamente discutidas en el mundo financiero. La industria del *rating* es un oligopolio en el que existen dos fallos del mercado: la falta de competencia perfecta y la información imperfecta (Losada, 2009). Con la regulación se pretende fomentar la competencia, reduciendo las barreras de entrada, y garantizar que las calificaciones usadas en la propia regulación tengan la calidad suficiente.

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

El IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) publica por primera vez en 2004 el “*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*” (*IOSCO CRA Code*), posteriormente en mayo de 2008 publicó una revisión (IOSCO, 2008) y, recientemente, el 10 de febrero de 2014 ha realizado otra consulta para llevar a cabo nuevas revisiones y actualizaciones y cuyos comentarios se podían presentar hasta el 28 de marzo de 2014. El código tiene la intención de ofrecer un “conjunto de medidas prácticas y robustas que sirvan como guía y marco a las agencias de calificación de crédito con la finalidad de proteger la integridad y calidad del proceso de *rating* y evitar los conflictos de interés, garantizando la independencia de las agencias, protegiendo a los emisores y usuarios de los *ratings* de crédito, como son los inversores, para que reciban un trato justo y salvaguardando la información de carácter confidencial que los emisores proporcionan a las agencias” (IOSCO, 2014).

La nueva revisión parte de la base de que las agencias calificadoras están ahora supervisadas por autoridades regionales y nacionales y tiene como objetivo actualizar el Código para que actúe acorde con los programas de registro y de supervisión de las agencias de *ratings* que muchos miembros del IOSCO han llevado a la práctica en los años recientes. El IOSCO tiene como propósito fortalecer el Código al mejorar las disposiciones relativas a la protección de la integridad del proceso de *rating* de crédito, gestión de conflictos de interés, proporcionando transparencia y protegiendo la información no pública, además, busca añadir medidas relacionadas con el gobierno, la capacitación y la gestión del riesgo y, mejorar la claridad del Código IOSCO (IOSCO, 2014).

El CESR (*Committee of European Securities Regulators*) emitió para la Comisión de la Unión Europea, en marzo de 2005, un informe técnico sobre las agencias de *rating* de crédito, en el cual recomendó una normativa basada en el concepto de autorregulación (The Committee of European Securities Regulators (CESR), 2005). A pesar de que el Parlamento de la Unión Europea mostraba preferencia por una regulación directa de las agencias, basándose en el informe técnico del CESR de una solución no legislativa, decidió adoptar el Código IOSCO.

Sin embargo, debido a la crisis financiera de 2008 y a la falta de reglamentación, la Comisión Europea decide establecer normas comunes con el objeto de regular mejor las actividades de las agencias de *rating* de crédito. De esta forma, el

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea, el 16 de septiembre de 2009, introduce por primera vez en Europa un Reglamento que regula la actividad de las Agencias de Calificación Crediticia e impone un sistema de registro y supervisión de las agencias, con la finalidad de proteger a los inversores y a los mercados financieros europeos y de establecer las condiciones de emisión de los *ratings* crediticios (Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea, 2009).

El Reglamento exige que las agencias domiciliadas en la Unión Europea se registren para poder continuar con su actividad, mientras que a las agencias de países no pertenecientes a la Unión Europea se les requiere someterse al Reglamento para que sus *ratings* pudieran ser utilizados en Europa con fines regulatorios. El registro y supervisión de las agencias, de acuerdo con el Reglamento, es llevado a cabo por las autoridades competentes del Estado donde las agencias tienen su domicilio social. Y en el caso de que la agencia tenga varias filiales en la Unión Europea, los colegios supervisores tienen la función de discutir y coordinar los temas fundamentales en relación con las agencias (Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea, 2009).

El 24 de noviembre de 2010, en un conjunto de medidas adoptadas para reforzar el Sistema Europeo de Supervisión Financiera, se crea la AEVM (Autoridad Europea de Valores y Mercados, ESMA por sus siglas en inglés) sustituyendo a CESR. De esta forma, las agencias establecidas en la Unión Europea están ahora obligadas a inscribirse en la AEVM. Entre las funciones de la AEVM está la de ejercer una vigilancia continua de las agencias de calificación crediticia, en particular, de sus métodos de calificación pero, sin interferir en el contenido de los *ratings* ni en los métodos que utilicen (Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea, 2010). Para proceder con la supervisión el Reglamento concede una serie de facultades, tales como: tener acceso a cualquier documento, requerir información de cualquier persona, realizar inspecciones in situ, etc. Y, además, cuando las agencias incumplan las obligaciones señaladas en el Reglamento, éste recoge una serie de medidas que las autoridades pueden imponer y que van desde una multa hasta cualquiera de las siguientes sanciones: proceder a la baja registral, imponer la prohibición temporal de emitir *ratings*, suspender el uso de *rating*, exigir que deje de cometer la infracción y emitir una comunicación al público (Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea, 2009).

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

El Reglamento, igualmente, introduce una serie de requisitos sustanciales que pretenden incentivar una gestión adecuada de los conflictos de interés y/o relaciones comerciales, un proceso de calificación independiente, un aumento de la transparencia de las actividades de las agencias y de sus metodologías, una mejor calidad de los *ratings* de crédito al insistir en la necesidad de personal cualificado y procedimientos apropiados, un mejor seguimiento de los *ratings* emitidos, y la comunicación constante sobre sus resultados históricos (Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea, 2009).

A pesar de esta nueva legislación en Europa sobre las agencias de calificación de crédito, los acontecimientos en el contexto de la crisis de deuda del euro han puesto de manifiesto la necesidad de un mayor fortalecimiento del marco regulatorio. Como resultado de ello, y para hacer frente a las deficiencias pendientes, el Reglamento publicado en 2009 ha sufrido dos importantes modificaciones, la primera en 2011 (Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea, 2011) y la segunda en 2013 (Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea, 2013). El objetivo ha sido reducir el exceso de dependencia de los *ratings* de crédito, mejorar la calidad de las calificaciones de deuda soberana de los Estados miembros de la Unión Europea, responsabilizar más a las agencias por sus *ratings* emitidos, mejorar la independencia de las agencias y a la vez mitigar los conflictos de intereses que genera el modelo “el emisor paga” y la publicación de todas las calificaciones disponibles en una Plataforma Europea de Calificación disponible a partir de junio de 2015.

Finalmente, el 6 de enero de 2015 se han publicado en el Diario Oficial de la Unión Europea tres reglamentos delegados adoptados por la Comisión Europea el 30 de septiembre de 2014, que establecen normas técnicas de regulación necesarias en la implementación de las disposiciones clave del Reglamento sobre las agencias de calificación crediticia. Estos reglamentos delegados establecen:

- 1) Los detalles técnicos relativos al contenido de los datos que deben comunicar así como al formato que deben utilizar las agencias de calificación crediticia sobre los honorarios cobrados por las agencias a sus clientes y que la AEVM necesita a efectos de supervisar de manera permanente las prácticas de fijación de precios (Comisión Europea, 2015a).

CAPÍTULO 1: Las calificaciones de crédito

- 2) El contenido y la presentación de la información, incluyendo la estructura, el formato, el método y el calendario de presentación de informes que las agencias de *rating* de crédito deben revelar a la AEVM para la plataforma europea de calificación (Comisión Europea, 2015b). AEVM creará dicha plataforma que permitirá a los inversores consultar y comparar fácilmente todas las calificaciones crediticias disponibles para todos los instrumentos calificados.
- 3) Los requisitos de información, tales como el contenido, la frecuencia y la presentación de dicha información, que debe proporcionar el emisor, entidad originadora y entidad patrocinadora de un instrumento de financiación estructurada a la AEVM y que serán revelados en un sitio web establecido por la propia AEVM (Comisión Europea, 2015c).

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

2.1 Introducción

Desde que en 1992 en el Reino Unido se creara el denominado *Cadbury Committee*, del que emanó el *Cadbury Report*, conjunto de recomendaciones sobre gobierno corporativo en dicho país, el tema del gobierno corporativo se ha convertido en una de las principales corrientes de investigación. Y es que en las últimas décadas tanto en el ámbito académico como en el profesional y entre las autoridades económicas se ha prestado una especial atención al mismo.

Son numerosos los estudios que mencionan los diferentes acontecimientos que han dado lugar a esta nutrida inclinación en investigación sobre gobierno corporativo (Baker y Anderson, 2010; Becht *et al.*, 2002; Claessens y Fan, 2002; Claessens y Yurtoglu, 2013; Mintz, 2005; Murphy y Topyan, 2005). Entre dichos eventos destacan la ola de crisis financieras a finales de la década de los noventa en Asia, Rusia y Brasil que denotaron las enormes fallas que en materia de gobierno corporativo experimentaban las empresas de diferentes países en todo el mundo y que, en conjunción con diversas circunstancias de carácter macroeconómico, afectaron negativamente a economías enteras y provocaron inestabilidad financiera internacional. Además, las insolvencias financieras de empresas de alto perfil en los Estados Unidos y Europa y que, por su forma de producirse (fraude empresarial, sobornos, manipulación, mala conducta, complicidad, falta de transparencia, engaño y negligencia), se han convertido en escándalos mediáticos y han debilitado la confianza en el sector empresarial (Baker y Anderson, 2010; Claessens y Yurtoglu, 2013).

Otras acciones que han desencadenado el fuerte protagonismo del gobierno corporativo han sido, los masivos procesos de privatizaciones en muchas regiones del mundo, especialmente en América Latina, Europa Occidental, Asia y Rusia, lo que tuvo sus efectos en los mercados financieros y en las formas de control de las nuevas empresas privadas; las reformas en los fondos de pensiones y los cambios en los modelos de ahorros que llevaron a cabo los países de la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos) con el subsecuente aumento de la participación en los mercados de los inversores institucionales; la ola de tomas de control, fusiones y adquisiciones en Estados Unidos y, un poco más tarde, en Europa;

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

el cambio en las formas de ahorro e inversión de resultas de la apertura y liberalización de los mercados financieros, con el consiguiente aumento de tamaño de las empresas y una mayor participación de los intermediarios financieros; y la desregulación y la integración de los mercados de capital en Europa y América que ha vuelto más compleja la asignación de capital al ampliarse las opciones de inversión. Tampoco podemos olvidar en este punto la reciente y actual crisis financiera con unas dimensiones casi universales que ha puesto de manifiesto deficiencias en el gobierno corporativo de las empresas, de los intermediarios financieros y de las instituciones y que ha obligado a reemprender un análisis de la adecuación de las diferentes prácticas de gobierno corporativo en las sociedades modernas (Baker y Anderson, 2010; Becht *et al.*, 2002; Claessens y Yurtoglu, 2013; European Corporate Governance Forum, 2009; Mintz, 2005).

Todos estos acontecimientos han mostrado, a veces de forma dramática, los efectos adversos de la debilidad en los sistemas de gobierno corporativo y que han motivado el consenso general en académicos, gobiernos, compañías, inversores y legisladores de todo el mundo para conocer en profundidad las flaquezas en las prácticas de gobierno corporativo y abordar las reformas necesarias encaminadas a transformar y rectificar esas prácticas. Así, en agosto de 2002, el gobierno federal de los Estados Unidos aprueba la *Sarbanes-Oxley Act* con el objetivo de restaurar la confianza pública en el gobierno corporativo. Y en 2004 la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos), formada actualmente por 34 países, actualiza los “*OCDE Principles of Corporate Governance*” (OECD, 2004) y en 2009 proporciona un análisis del papel del gobierno corporativo en la última crisis financiera (OECD, 2009).

2.2 Definición y ámbito del gobierno corporativo

Son diversas y amplias las definiciones que sobre gobierno corporativo aparecen en los diferentes estudios y no existe, hasta ahora, una que sea aceptada de manera general. El *Cadbury Committee* lo define como “el sistema a través del cual las empresas son dirigidas y controladas” y la OCDE en sus principios de gobierno corporativo lo describe como “un conjunto de relaciones entre la dirección de una

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

empresa, su consejo, sus accionistas y otras partes interesadas. Además, proporciona la estructura a través de la cual se establecen los objetivos de la empresa, y se determinan los medios para alcanzar dichos objetivos y la supervisión del rendimiento” (OECD, 2004).

Una de las definiciones más ampliamente citadas por los académicos, y que hace hincapié en la separación de la propiedad y el control, es la de Shleifer y Vishny (1997). Según estos autores, “el gobierno corporativo trata de las formas a través de las cuales los proveedores de la financiación en las empresas se aseguran ellos mismos una ganancia de su inversión”. En otras palabras, trata sobre el entramado contractual que debe existir dentro de la empresa para que las rentas lleguen a los proveedores de financiación. A pesar de que esta forma de concebir al gobierno corporativo es la que mejor se adapta a esta tesis doctoral como desarrollaremos en el siguiente apartado, es importante no dejar de mencionar otros conceptos interesantes y significativos que diversos estudios refieren y que complementan y explican más ampliamente lo que el gobierno corporativo engloba.

Así, Claessens y Yurtoglu (2013) mencionan que las definiciones de gobierno corporativo se pueden dividir en dos categorías. La primera categoría considera tanto el comportamiento y los resultados actuales de las empresas, tales como el rendimiento, la eficiencia, el crecimiento, la estructura financiera y el valor, como el comportamiento de los accionistas y de los diferentes *stakeholders*. La segunda categoría hace alusión al entorno normativo de las empresas, lo que incluye las reglas propias con las que trabajan las corporaciones y las normas establecidas por los sistemas legal y judicial y por los mercados financieros bajo los que operan dichas organizaciones.

Hurst (2004) encuadra al gobierno corporativo dentro del ámbito de la ética empresarial y la responsabilidad social corporativa y afirma que el gobierno corporativo hace referencia “a la amplia gama de políticas y prácticas que los accionistas, gerentes ejecutivos y consejos de administración utilizan para auto gestionarse y cumplir con sus responsabilidades para con los inversores y *stakeholders*”. Y es que el gobierno corporativo, al formar parte de la cultura de las organizaciones, propone que tanto la celebración de los negocios como la dirección de las empresas se realicen bajo un comportamiento ético y honesto. Bajo esta premisa, Mintz (2005) señala que el

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

consejo de administración y la alta dirección en su papel de líderes empresariales deben fijar el tono ético apropiado para la empresa.

Una amplia definición la dio Zingales (1997) como “el complejo conjunto de restricciones que dan forma a la negociación posterior de las cuasi-rentas generadas en el curso de una relación”. Este concepto se basa en el establecimiento de las demandas que los diferentes *stakeholders* establecen en contratos no completos y en la determinación y distribución del valor agregado de la empresa.

Las anteriores definiciones dejan ver que el objetivo de un sistema de gobierno corporativo, de manera muy general, es maximizar el valor de todos los grupos de interés de la empresa y por tanto buscar la mayor contribución de las empresas a la economía global. Por lo tanto, el gobierno corporativo incluye las relaciones que existen no sólo entre accionistas (mayoritarios y minoritarios), administradores, acreedores, proveedores, clientes, y empleados, sino además incluye a los mercados financieros, instituciones, intermediarios, gobierno y sociedad en general (responsabilidad social corporativa, medio ambiente, cultura, etc.). Debido, precisamente, a que todos estos diferentes participantes han evolucionado, el gobierno corporativo también ha evolucionado considerablemente en los últimos años (Ahrens *et al.*, 2011; Bebchuk y Weisbach, 2010; Brown *et al.*, 2011; Denis y McConnell, 2003; Durisin y Puzone, 2009).

2.3 El enfoque de agencia como fundamentación conceptual

Aunque son muy variados, e incluso complementarios, los enfoques teóricos que pueden servir de fundamentación teórica del gobierno corporativo (Ahrens *et al.*, 2011; Huse *et al.*, 2011; Yoshikawa y Rasheed, 2009), como ya quedó indicado anteriormente, nos parece adecuado plantear este tema en el contexto de la teoría de la agencia (Fama y Jensen, 1983; Jensen y Meckling, 1976). En relación a la definición más financiera, dada por Shleifer y Vishny (1997), el problema de gobierno corporativo, en primer lugar, parte de la relación contractual que existe entre los inversores externos y los que administran la empresa. Consistiría en un conflicto permanente por el control de la organización y la forma como los inversores se protegen de una posible expropiación. Pero, dada la heterogeneidad en el grupo de

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

accionistas, este control y esta expropiación pueden provocar también conflictos dentro de los propios inversores. Así, en segundo lugar, el problema de gobierno corporativo, además de buscar alinear los intereses entre los accionistas y la parte ejecutiva de la empresa, también se centra en la protección de los derechos de los pequeños inversores. Ambos problemas son explicados en la literatura financiera a través de la teoría de la agencia.

La teoría de la agencia en su forma más simple establece que el dueño de la empresa (principal) contrata a otra persona (agente) en quien delega cierta autoridad para que tome decisiones que permitan el buen funcionamiento de dicha empresa. Ambas partes buscan maximizar su utilidad personal, pero, la maximización de la riqueza del agente no necesariamente se traduce en la maximización de la riqueza del principal, es decir, existen posibilidades de que el agente no actúe en sintonía con los intereses del principal. Este problema de agencia, de la separación de la propiedad y control, fue ampliamente desarrollado por Coase (1937), Jensen y Meckling (1976) y Fama y Jensen (1983). Así, el agente puede, por ejemplo, buscar proyectos que, en lugar de provocar el crecimiento de los beneficios de la empresa a largo plazo y maximizar la riqueza del principal, obtengan ganancias a corto plazo o en el plazo que le corresponde permanecer en la empresa, o sean proyectos que le proporcionen cierta estabilidad y poco riesgo profesional, dadas sus perspectivas profesionales de empleo en el futuro, aun cuando dichos proyectos impliquen pérdidas para la empresa o no maximicen la riqueza del principal. El problema de agencia bajo este contexto alude a las dificultades que el principal tiene para cerciorarse de que su participación en la empresa no sea expropiada o destinada a proyectos poco atractivos, por lo que es complejo y costoso para el principal verificar las actividades del agente (Shleifer y Vishny, 1997).

Un papel primordial en este problema es, sin duda, el contrato que se establece entre el principal y el agente. A través de dicho contrato, el principal (accionista), trata de establecer las líneas que guiarán su relación con el agente (administrador/gerente) con el objetivo de que su dinero se utilice apropiadamente. Pero, como no se pueden prever completamente las múltiples situaciones que pueden surgir en la relación y funcionamiento de la empresa, los contratos son incompletos. Este contrato incompleto también da lugar a la negociación entre el principal y el agente (Zingales, 1997). La teoría de la agencia señala que los accionistas obtienen beneficios

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

solamente después de que el resto de los participantes de la empresa han recibido su ganancia. De acuerdo con Shleifer y Vishny (1997), los inversores y los gerentes, a través de los contratos, asignan los derechos de control residuales pero, como los contratos son incompletos, estos derechos de control residuales por lo general descansan en los administradores, lo que les da la facultad de conducirse de la manera que mejor le convenga y por tanto, de asignar los recursos a discreción.

De esta forma, los gerentes al tener derechos de control significativos, poseen una amplia discrecionalidad directiva y pueden anteponer los objetivos personales a los objetivos empresariales, Este oportunismo gerencial, de acuerdo con Jensen y Meckling (1976), produce grandes costes de agencia debido tanto a ineficiencias *ex post*, producidas no solo por las acciones señaladas por los administradores sino también por las emprendidas por los inversores en el seguimiento del desempeño de la administración, como ineficiencias *ex ante* cuando los accionistas dejan de invertir o invierten menos. Estos costes de agencia surgen además por las asimetrías en la información entre los gerentes y los accionistas. Por ello proponen como solución, para alinear los intereses del principal y del agente, los contratos de incentivos que pueden revestir diversas formas como la participación en la propiedad por parte de los administradores o la amenaza de despido.

Basándose en esta noción de que la participación de la administración en el capital alivia el problema del principal-agente, se entiende la puesta en práctica de políticas como las opciones sobre acciones, la remuneración en función de los resultados de la empresa y, en general, cualquier mecanismo que proporcione a los gerentes un incentivo. De esta forma, los accionistas comparten los costes o los soportan cuando los gerentes, gracias a los incentivos, generan más riqueza que la que perciben. Sin embargo, la historia financiera sugiere que estos instrumentos han sido insuficientes para resolver el conflicto (Baker y Anderson, 2010).

De la misma forma, se han desarrollado diversos mecanismos que buscan proteger los derechos de los accionistas minoritarios, dado que pueden ser objeto de comportamiento oportunista por parte de los accionistas controladores que mantienen una posición de poder y pueden lograr beneficios privados al tener mayor participación en el capital de la empresa. Los accionistas minoritarios, por su tamaño y pequeña participación en los derechos de control residuales, no suelen intervenir activamente

en la administración de la compañía y no tienen la capacidad financiera para asumir los costes que se requieren para supervisar a los administradores. Este problema de agencia y los mecanismos necesarios para paliarlo se observan cuando se amplía el análisis y se comparan las culturas de gobierno corporativo a nivel internacional.

2.4 El marco externo del gobierno corporativo

Al analizar el marco del gobierno corporativo desde una perspectiva internacional, Claessens y Yurtoglu (2013) señalan que existen dos puntos de vista. Uno de ellos es la opinión de que el marco está determinado por reglas y, por tanto, está vinculado a las normas de los mercados y a los inversores externos. Este punto se relaciona con el gobierno corporativo en los países anglosajones. La otra rama o versión del gobierno corporativo se halla difundida en muchos otros países y se relaciona con las instituciones, en concreto con los bancos, inversores institucionales, y con los accionistas internos. Sin embargo las instituciones no surgen de la nada y están afectadas por la regulación que prevalezca en el país, por la configuración institucional del mismo o por su evolución histórica. Es decir, tanto las instituciones como las leyes son endógenas a otros factores y a las condiciones del país.

A finales del siglo XX La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny revolucionaron el gobierno corporativo e inauguraron la llamada segunda generación en este campo (Azofra, 2004; Denis y McConnell, 2003). La primera generación documenta las variaciones existentes entre las distintas empresas y señala las diferencias sistemáticas entre países de la combinación de las formas de gobierno empleadas por las empresas individuales dentro de cada país. Por su parte, la segunda generación se ha centrado en los factores que influyen en las mencionadas diferencias sistemáticas entre países, tales como los sistemas legales de cada nación, particularizando en el grado de protección a los inversores que las leyes otorgan, y otros factores culturales y sociales (Denis, 2011).

Esta literatura ha puesto de manifiesto que los entornos económicos en los que operan las empresas no son iguales, que los problemas de gobierno no coinciden, que las soluciones propuestas para un contexto pueden no ser transferibles a otros ámbitos y que, en definitiva, hay que tener en cuenta factores de carácter institucional

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

a la hora de analizar las decisiones empresariales. Esta corriente de trabajo ha dado origen al enfoque *Law and Finance* y está en la base de numerosos avances que estudian la influencia de los distintos aspectos institucionales en las políticas de la empresa. Autores como La Porta *et al.* (1997, 1998, 1999 y 2000) y Levine (1998 y 1999), pioneros de este enfoque, confirman que las empresas presentan diferentes patrones de comportamiento según el país en el que operan y que estas disimilitudes obedecen fundamentalmente a la tradición legal de cada país concebida en un sentido amplio.

La tradición legal tiene una importancia singular pues inspira no solamente la configuración del marco legal de un país, sino también el desarrollo de sus instituciones económicas y políticas, y entre ellas, de sus empresas. En este último caso, La Porta *et al.* (1998) particularizan esta influencia a través tanto del grado de protección de los derechos de los inversores como del grado de efectividad de las instituciones a la hora de hacerlos valer.

Se gestan así dos tradiciones legales diferenciadas: la ley común o *common law* y la ley civil o *civil law*. La tradición legal común nace en Gran Bretaña y se extiende posteriormente a EE.UU., Canadá, Australia y otros países de habla inglesa cuyo moderno desarrollo ha estado fuertemente influenciado por estos. Por el contrario, la tradición legal civil quedó asociada a un elevado intervencionismo del Estado y a un menor grado de protección de los derechos de los inversores, ya sean acreedores o accionistas (La Porta *et al.*, 1998, 1999, 2000).

Ahora bien, los países de tradición legal civil no responden a un único esquema, sino que es posible distinguir tres grandes ramas diferenciadas. La primera se corresponde con la tradición civil francesa basada en el Código de Comercio napoleónico promulgado en 1807 y que se extendió inicialmente a las colonias francesas y, posteriormente, a los países colonizados por España y Portugal. La segunda rama es la tradición civil germana, fundamentada en el Código de comercio alemán de 1897, y que ha influido en los desarrollos legales de países geográficamente tan alejados como Austria, Suiza, Japón o Corea del Sur. Una última corriente es la que se corresponde con la tradición legal escandinava y que, a pesar de sus orígenes basados en el Derecho Romano, ha convergido finalmente hacia el

CAPÍTULO 2: *El gobierno corporativo de la empresa*

Derecho consuetudinario inglés como consecuencia del desuso en que han caído los códigos civiles desde el siglo XVIII en los países nórdicos.

Se conforman de esta manera dos grupos de países, asociados a las dos tradiciones legales y con perfiles financiero-jurídicos notablemente diferentes. Reincidiendo parcialmente sobre ideas ya expuestas, se puede afirmar que los países de tradición anglosajona conceden una mejor protección legal a los inversores que los países de tradición legal civil, siendo tan crítica esta distinción que las diferencias en términos de distribución de la propiedad corporativa, importancia de los mercados financieros o configuración del perfil de relaciones entre los *stakeholders* -por citar tan sólo algunos ejemplos- no son sino consecuencias de la asimétrica protección legal a los inversores (La Porta *et al.*, 1999, 2000 y 2002). Las implicaciones de tan variado mapa de derechos de accionistas y acreedores sobre la estructura de propiedad y de capital de las empresas son inmediatas.

En la medida en que las relaciones contractuales vienen afectadas por la distribución de derechos de las partes contratantes, la configuración del tejido de relaciones dentro de la empresa dependerá del marco institucional de cada país. En este sentido, la utilización de los mecanismos de gobierno corporativo y los propios problemas a que esos mecanismos tratan de dar solución están estrechamente vinculados con el entorno legal de cada país. En otras palabras, los mecanismos de gobierno corporativo adoptarán un perfil distinto en cada entorno institucional como consecuencia de los distintos problemas de gobierno afrontados.

Los sistemas de gobierno corporativo han evolucionado entonces como resultado de estructuras legales, mercados financieros y de capitales y diferentes formas de financiación de las empresas y bases institucionales y culturales (Mintz, 2005). Junto al entorno normativo de cada país, reviste importancia un tipo de legislación, con frecuencia no de obligado cumplimiento, pero de profunda incidencia en el mapa de relaciones que se establecen en el seno de las empresas como son los códigos de buen gobierno (Aguilera y Cuervo Cazorra, 2009; Aguilera *et al.*, 2009; Zattoni y Cuomo, 2008). Así, la literatura financiera muestra el creciente interés que existe en la difusión de códigos de gobierno corporativo entre los países y cómo este proceso responde a fuerzas políticas, culturales y económicas (Aguilera y Cuervo Cazorra, 2004).

2.5 Mecanismos internos de gobierno corporativo

La literatura financiera ha analizado los distintos mecanismos de gobierno corporativo con los que se trata de paliar los problemas de agencia, siendo habitual su clasificación en mecanismos internos y externos de la empresa (Denis, 2011). Los diferentes mecanismos pueden ser complementarios o excluyentes. Cada empresa tiene la libertad de aplicar los mecanismos que mejores resultados le proporcione en la mejora de sus rendimientos y en la reducción de sus problemas.

Los mecanismos internos por excelencia han sido el consejo de administración, los planes de remuneración de los ejecutivos, y la estructura de propiedad de las empresas individuales, mientras que los mecanismos externos hacen referencia al mercado de control de las empresas individuales, y la regulación, tanto la de carácter obligatorio como los códigos de buen gobierno.

2.5.1 El consejo de administración

Los accionistas, preocupados siempre por sus inversiones, buscan controlar el posible comportamiento oportunista y las diferentes acciones llevadas a cabo por los gerentes. Para lograrlo cuentan con el consejo de administración, probablemente el mecanismo interno de control más importante (Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983, Perry y Shivdasani, 2005), situado en la cúspide de los mismos (Jensen, 1993). Los consejos tienen la responsabilidad fiduciaria de representar cabalmente los intereses de los accionistas (Baker y Anderson, 2010; Erickson *et al.*, 2005), y tienen como objetivo principal asegurar que la administración en ausencia de los propietarios cumpla fielmente con sus obligaciones en consonancia con los objetivos de los accionistas. De esta manera, se convierte en el único medio que permite a los propietarios estar en contacto y gestionar su relación con la administración (Lawal, 2012). Como señalan Perry y Shivdasani (2005), el consejo de administración está encargado “de la contratación, evaluación, compensación y supervisión continua de la administración, siendo el principal mecanismo de los accionistas para supervisar a los administradores”. Asimismo, es importante mencionar que los consejos pueden ejercer otro papel, el de asesoramiento, que ayuda a la administración a una toma de decisiones adecuada en cuanto a la estrategia de la empresa y sus actividades (Linck *et al.*, 2008).

CAPÍTULO 2: *El gobierno corporativo de la empresa*

La investigación que sobre los consejos de administración se ha realizado cubre diferentes perspectivas y ha sido abordada por diversas teorías, tales como las teorías de la agencia, *stewardship* y de los recursos (Johnson *et al.*, 1996; Lawal, 2012). Estas perspectivas subrayan la importancia del papel del consejo de administración y evidencian sus múltiples –y a veces contradictorios- cometidos (Adams y Ferreira, 2007; Bammens *et al.*, 2011; Johnson, *et al.*, 1996). De esta forma, sin que sea una lista exhaustiva, en la literatura financiera y contable se pueden encontrar estudios sobre: los procesos internos del consejo de administración, el proceso de selección de sus miembros, los incentivos de los consejeros, el papel del consejo, su naturaleza y funcionamiento, el efecto de las decisiones que se toman en su seno, los determinantes de su composición y tamaño y, el efecto de sus características en los resultados de la empresa. Los enfoques teóricos que cubren estas diferentes corrientes de investigación y, al mismo tiempo, los distintos papeles del consejo, tales como control, asesoramiento o recurso, proporcionan apoyo para desentrañar los misterios de los consejos de administración y mejorar su funcionamiento.

De entre estas múltiples funciones del consejo de administración, la literatura financiera ha subrayado frecuentemente su función de control (Dey, 2008; Singh y Davidson, 2003). En consonancia con esta literatura, nuestro trabajo adopta una perspectiva similar. En consecuencia, nos planteamos analizar hasta qué punto los consejos desempeñan eficientemente sus tareas dentro de las empresas. Pero, ¿cómo determinar si un consejo es eficiente? ¿Cómo saber si un consejo ha realizado de forma adecuada su trabajo? ¿Bajo qué premisas o bajo qué bases cabe afirmar que un consejo desempeña un trabajo eficiente? Para dar respuesta a estas cuestiones la literatura revisa las diferentes características de un consejo y cómo repercuten en los resultados de la empresa y, por ende, en los diferentes *stakeholders*. Para entender cabalmente estas respuestas se hace preciso referirse en este punto a una serie de criterios como son la rentabilidad de la empresa, su valor medido a través de la Q de Tobin y/o algunas transformaciones de la misma medida, el rendimiento de las acciones, las respuestas a las tomas de control, la rotación del director general, los niveles de ventas y de endeudamiento, la discrecionalidad contable y la gestión de resultados o la divulgación y transparencia de la información, por mencionar algunos de los más citados. Estos criterios son aplicables, en general, a todos los estudios que estudian el efecto de los diferentes mecanismos de gobierno corporativo.

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

En los últimos años, se han formulado críticas a los consejos por su posible ineficacia dada la evidencia que cuestiona su capacidad para resolver y mitigar los problemas de agencia en las empresas (Erickson *et al.*, 2005). Por este motivo, las recientes reformas de normas y de códigos de buen gobierno han tratado de fomentar su mayor implicación en la mejora de los intereses de los diversos *stakeholders* en general y de los accionistas en particular (Murphy y Topyan, 2005). En este sentido, la mayoría de los códigos de buenas prácticas y normativa de gobierno corporativo aluden a las características del consejo de administración, señalando o recomendando el tamaño, la composición, liderazgo y número de reuniones apropiadas (Lawal, 2012).

A pesar de que la investigación empírica, de forma general, ha apoyado fuertemente la noción de que el uso efectivo del consejo de administración es decisivo para mejorar el rendimiento y la rentabilidad en la empresa (Lawal, 2012), y que es un factor importante para garantizar los intereses de los inversores aún en la presencia de un entorno legal apropiado (Erickson *et al.*, 2005), el resultado de los estudios acerca del efecto de las características del consejo en los resultados de la empresa no ha sido, hasta ahora, concluyente, ya que existe evidencia heterogénea que justifica tanto una relación positiva, como una negativa y en ocasiones nula (Dalton y Dalton, 2011; García-Ramos y García-Olalla, 2011a; 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 sobre la composición del consejo y los resultados de la empresa se apoye en los resultados de los trabajos empíricos.

Las características del consejo de administración más reconocidas en la literatura y que determinan la eficacia de este mecanismo son el tamaño, la composición (independencia, diversidad de género y diversidad étnica), la forma de liderazgo (dualidad del director general) y la frecuencia de las reuniones.

2.5.1.1 Tamaño del consejo

El tamaño del consejo de administración hace referencia al número total de consejeros. Este número ha dado lugar a numerosas investigaciones. A pesar de la diversidad de las mismas, la mayoría reconoce que esta característica es una de las que presenta mayor impacto estratégico en la calidad total del gobierno corporativo (Lawal, 2012). El tamaño del consejo afecta no sólo a la calidad de la deliberación

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

entre los miembros sino también a su capacidad para tomar decisiones óptimas para la organización (Lawal, 2012). Sin embargo, determinar un tamaño ideal del consejo de administración ha formado parte de una controversia y debate continuos en la investigación. Dada la falta de un único marco teórico que explique el efecto del tamaño del consejo en los resultados de las empresas, la gran parte de la investigación se ha realizado sobre los marcos teóricos de la teoría de la agencia y la teoría de los recursos (Dalton y Dalton, 2005; Lawal, 2012).

En principio se asume que la capacidad de supervisión del consejo aumenta a medida que aumenta el número de sus miembros, pero, el beneficio puede ser superado por el coste, cada vez mayor, resultado 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 termina convirtiéndose en una figura representativa y deja de ser parte del proceso efectivo de gobierno. En este sentido, existe evidencia empírica que apoya la noción de que la relación entre el tamaño del consejo y el rendimiento de la empresa (o valor de la empresa) es inversa, afirmando que los consejos de administración sobredimensionados son ineficientes (Andrés *et al.*, 2005; Forbes y Milliken, 1999; Jensen, 1993; Lipton y Lorsch, 1992).

Uno de los más grandes exponentes de esta tendencia es Yermack (1996), quien presenta evidencia, usando la Q de Tobin como una aproximación del valor de mercado de las empresas, de que los consejos pequeños son más eficaces y, además, tienen mayor probabilidad de despedir a un director general con pobres resultados. Este autor encuentra que las empresas con grandes consejos usan los activos menos eficientemente y obtienen menos beneficios. En consonancia con estos resultados Bennedsen *et al.* (2008), usando los datos de casi 7000 empresas danesas pequeñas y medianas, encuentran evidencia de un efecto adverso del tamaño del consejo, aunque pequeño, en el rendimiento de la empresa (ROA) cuando el consejo cuenta con seis o más consejeros. También, empleando una medida de rendimiento más precisa, la q marginal, y un panel de datos de 188 empresas suecas que cotizan en Bolsa durante el periodo de 1999 a 2005, Eklundi *et al.* (2009) encuentran un efecto negativo del tamaño del consejo en el rendimiento. En la misma línea, Andrés *et al.* (2005) muestran que empresas de Europa Occidental y de Estados Unidos con

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

consejos de gran tamaño tienen un pobre rendimiento, de lo que concluyen un efecto adverso en el valor de la empresa. Y Eisenberg *et al.* (1998) identifican un patrón similar en una muestra de empresas finlandesas de tamaño pequeño y mediano.

Las investigaciones hasta ahora señaladas revelan que los consejos pequeños mejoran la comunicación, coordinación y procesamiento de información, y además, promueven la crítica, la deliberación genuina y una verdadera implicación de los miembros que conduce a una toma de decisiones acertadas, un control y asesoramiento efectivo y una mejora de los resultados de la empresa.

Sin embargo, existen académicos que ofrecen apoyo a los consejos de administración de gran tamaño, ya que consideran que un consejo grande puede ejercer una influencia positiva en la capacidad de control sobre la administración. Sus puntos de vista también 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 (Dalton y Dalton, 2005; Forbes y Milliken, 1999; Jackling y Johl, 2009; Lawal, 2012). Jackling y Johl (2009) demuestran, en empresas de la India, que los consejos grandes consiguen mayor exposición al ambiente externo lo que mejora el acceso a los recursos y, a su vez, impacta de forma positiva en el rendimiento. Dalton y Dalton (2005) afirman que un consejo es más eficaz y mejora el éxito de la empresa cuando tiene un acceso superior a información crítica, a mayores recursos y redes. Además, cuenta con el beneficio añadido de proporcionar oportunidades para mejorar ampliamente la diversidad del consejo, lo que incluye experiencia, conjunto de habilidades, género y raza. Por último, Shukeri *et al.* (2012), en una muestra de 300 empresas de Malasia que cotizan en Bolsa, prueban que el tamaño del consejo tiene un efecto positivo en el rendimiento de la empresa (ROE), Kiel y Nicholson (2003) certifican el mismo efecto en el valor de la empresa en su estudio con empresas de Australia.

No obstante el enorme bagaje de resultados empíricos a favor o en contra de un tamaño determinado del consejo y su efecto en los resultados de la empresa, también hay estudios que no encuentran resultados concluyentes en ningún sentido (Bonn, 2004; Ruigrok *et al.*, 2006), o los que descubren que el tamaño del consejo mantiene un efecto no lineal (Andrés y Vallelado, 2008; Coles *et al.*, 2008; García-Ramos y

García-Olalla, 2011a), al observar que incrementos en el tamaño del consejo aumentan el valor de la empresa, pero, a partir de cierto tamaño este efecto desaparece o se vuelve negativo, demostrando que, en un momento dado, los consejos grandes o pequeños pueden ser óptimos.

2.5.1.2 Independencia del consejo

Generalmente cuando en la investigación se habla de la composición del consejo de administración se está haciendo referencia, preponderantemente, a su independencia, es decir, a la proporción de consejeros que se mantiene independiente del cuerpo administrativo de la empresa. Y este enfoque en la composición se debe a que esta característica es la principal preocupación respecto de la habilidad del consejo para cumplir plenamente con su papel de control, dado que la investigación manifiesta, frecuentemente, que la relación de los consejeros con los administradores o con el director general puede afectar su capacidad, criterio o disposición para cumplir de manera responsable con sus obligaciones fiduciarias (Johnson *et al.*, 1996).

Los consejos típicamente constan de dos tipos de consejeros, los internos o ejecutivos y los externos o no ejecutivos. Los consejeros internos generalmente han sido definidos por la literatura como aquéllos que ejercen funciones en la administración de la empresa, son los responsables del día a día de la compañía y fijan la estrategia corporativa. Son empleados de tiempo completo y, habitualmente, proporcionan experiencia y conocimientos especializados a la corporación (Adams *et al.*, 2010; Johnson *et al.*, 1996; Lawal 2012; Weir y Laing, 2001). La conveniencia de la participación de los consejeros internos en los consejos ha sido muy cuestionada debido a la presencia de conflicto de intereses que redundaría en una probable ineficacia del consejo de administración. La principal función del consejo, la supervisión periódica del rendimiento de la administración y el director general, se antoja 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 a su director general, repercutiendo en su capacidad para proporcionar una evaluación objetiva y justa y para cumplir de manera adecuada, en consonancia con los intereses de los accionistas, las diversas tareas del consejo relacionadas con temas de la administración (Daily y Dalton, 1994; Johnson *et al.*, 1996).

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

En consecuencia, la participación de los consejeros externos se vuelve clave en el papel de control. Los consejeros externos son aquéllos cuyo principal empleo no se halla dentro de la empresa, es decir, son los miembros que no forman parte de la administración de la compañía, no son empleados de la empresa y, por ende, mantienen cierta autonomía con respecto a la administración y al director general (Adams *et al.*, 2010; Johnson *et al.*, 1996; Weir y Laing, 2001). La eficacia de los consejeros externos radica en que poseen mayor independencia que los internos. Sin embargo, no todos los consejeros externos son independientes. De esta forma, los investigadores han dividido a los consejeros externos en dos grupos: los independientes y los dominicales, *affiliated* o *grey*. En puridad los consejeros independientes llevan a cabo de manera puntual el papel de control de la administración, reduciendo la influencia del director general sobre el consejo y, en consecuencia, protegiendo mejor los intereses de los accionistas y contribuyendo en la mejora de los resultados de la empresa.

En sus comienzos, una numerosa literatura aludía a los consejeros externos o no ejecutivos como sinónimos de independencia, si bien, en muchos de los casos se fue constatando que no había una real independencia en todos los consejeros. Esa falta de verdadera independencia, de acuerdo con algunos trabajos empíricos, se traduce en un consejo ineficaz, incapaz de controlar a los directivos, y en un mayor margen de discrecionalidad del director general. De esta manera, el interés por determinar qué es un consejero independiente ha ido creciendo, sobre todo debido a los escándalos corporativos y las crisis financieras, de modo que hoy en día conocemos una variedad de factores que disminuyen la capacidad de un consejero externo para actuar como consejero independiente (Duchin *et al.*, 2010; Fahlenbrach *et al.*, 2010; Gupta y Fields, 2009; Masulis y Mobbs, 2011; Ravina y Sapienza, 2010).

Aún con todo, 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 (conocimientos), experiencia y antigüedad en el cargo (Brown *et al.*, 2011). Becht *et al.* (2002) definen al consejero independiente como aquel que no es empleado por la empresa, no tiene compromisos de negocios con la corporación y no es un miembro de la familia. Lawal (2012) apoya esta opinión al considerar como

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

independiente a aquel que no comparte conexión material, tal como lazos familiares, relación financiera, de empleo, de servicios profesionales, con la administración. Asimismo, los códigos de buen gobierno y los reglamentos de buenas prácticas que han emitido organizaciones e instituciones financieras de cada país establecen recomendaciones o requisitos a cubrir, según sea el caso, para ser considerado como consejero independiente. La mayoría de las empresas que cotizan en Bolsa cuando publican el listado de nombres de las personas que conforman sus consejos, indican qué consejeros son independientes y bajo qué criterio o reglamento sustentan su independencia. Algunos de los criterios seguidos para ser valorado como independiente hacen referencia, por ejemplo, a: un número límite de años en su posición como consejero, no haber sido empleado de la empresa en un cierto número de años atrás, no mantener relación de sangre o por matrimonio con alguien de la administración o del propio consejo, no mantener o haber mantenido en un determinado número de años relación con bancos, proveedores, acreedores que sostengan relaciones comerciales o financieras con la empresa, no proporcionar servicios profesionales, etc.

Numerosos académicos, por lo tanto, han considerado que un consejo constituido por una mayoría de consejeros independientes, es el mecanismo más fiable y efectivo para asegurar que los intereses de los accionistas estén protegidos (Lawal, 2012). Igualmente, la mayoría de los códigos de buenas prácticas han enfatizado la necesidad de una mayor representación de los consejeros no ejecutivos independientes (Adams *et al.*, 2010). Por este motivo los esfuerzos regulatorios se han centrado en asegurar y fortalecer la independencia del consejo, de modo que en muchos países se han introducido requerimientos que obligan a una determinada fracción de consejeros independientes dentro del consejo (Becht *et al.*, 2002). Sin embargo, hasta la fecha la evidencia empírica permanece en conflicto tanto con respecto a si su inclusión influye de manera significativa en la eficacia del consejo como con relación a si los consejeros internos producen el efecto contrario (García-Ramos y García-Olalla, 2011b). Los temas que la comunidad científica suele abordar para analizar la eficacia de los consejeros independientes hacen referencia a su influencia en el rendimiento financiero de la empresa, en la rotación de los ejecutivos y del director general, en la quiebra o dificultad financiera de las empresas, en la compensación del director general, en la actuación ante tomas de control, en la

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

orientación estratégica y en la publicación de información financiera fiable (Johnson *et al.*, 1996).

Algunos investigadores encuentran que el efecto es positivo (Jackling y Johl, 2009; Kumar y Singh, 2012; Perry y Shivdasani, 2005; Rhoades *et al.*, 2000; Shleifer y Vishny, 1997). En esta línea Anderson y Reeb (2004) encuentran que las empresas familiares más valiosas son aquellas en las cuales los consejeros independientes logran un equilibrio frente a la representación familiar. Bonn (2004) destaca una relación positiva de la proporción de consejeros externos con el rendimiento en empresas en Australia. Chen y Jaggi (2000) muestran una asociación positiva con la divulgación financiera exhaustiva. Klein (2002) halla una relación negativa con los ajustes por devengo anormales. Perry y Shivdasani (2005) documentan que una mayoría de consejeros externos tiene mayor probabilidad para iniciar una reestructuración de activos o despedir empleados.

Pero, existe evidencia empírica que sugiere que no hay una relación significativa entre el rendimiento de la empresa o su valor y la composición del consejo (Andrés *et al.*, 2005; Bhagat y Black, 2002; Coles *et al.*, 2001; Dalton y Dalton, 2005; Dulewicz y Herbert, 2004; Hermalin y Weisbach, 2003; John y Senbet, 1998) o, incluso, que la relación en ciertas circunstancias puede ser negativa (Adams y Ferreira, 2007; Coles *et al.*, 2001; Erickson *et al.*, 2005; García-Ramos y García-Olalla, 2011b; Shukeri *et al.*, 2012). En este último sentido, son diversas las razones por las que la relación positiva esperada, entre los consejeros no ejecutivos y el rendimiento, no es apoyada por la evidencia empírica. Primero, los consejeros no ejecutivos son sólo empleados a tiempo parcial y suelen tener otras responsabilidades de trabajo, por lo tanto podrían verse impedidos para dedicarle tiempo a cada compañía y ejercer una supervisión efectiva. Segundo, los consejeros no ejecutivos podrían carecer de la experiencia necesaria para entender temas de negocios altamente técnicos relacionados con la empresa en cuestión. Tercero, podrían simplemente no poseer la suficiente información cuando son llamados para la toma de decisiones claves (Weir y Laing, 2001).

Un importante tema a considerar cuando se analiza la composición de los consejos de administración es la endogeneidad. Hermalin y Weisbach (1998) y Bhagat y Black (2002) sugieren que un rendimiento pobre conduce a un incremento en la

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

independencia del consejo y, en general, produce cambios en el consejo, resultando en la salida o entrada de miembros, pero no mejorando el rendimiento. Con la finalidad de corregir este efecto, los investigadores usan métodos de ecuaciones simultáneas, pero, aun corrigiendo la endogeneidad, no encuentran una relación concluyente entre la composición del consejo y el rendimiento de la empresa.

Rosenstein y Wyatt (1990 y 1997) realizan dos estudios con un enfoque diferente, consistente en analizar el efecto que el nombramiento de consejeros externos e internos producía en el rendimiento de la empresa. Examinan la reacción del precio de las acciones en el día que se anuncia el nombramiento de un nuevo consejero externo o interno. Tratándose de los consejeros externos encuentran que la reacción es positiva y, en el caso de los internos, a pesar de no encontrar un efecto definitivo, es positiva cuando los beneficios esperados superan a los costes del atrincheramiento en el momento que los intereses entre los accionistas y la administración están alineados.

Inscrito en el ámbito de la independencia del consejo de administración, uno de los temas que más controversia ha generado entre los académicos, la comunidad de inversores y los órganos reguladores ha sido la dualidad. La dualidad existe cuando una misma persona ocupa los dos puestos más poderosos dentro de la compañía, convirtiéndose en el director general y presidente del consejo de administración al mismo tiempo (Weir y Lang, 2001). Mientras que el director general desempeña un trabajo a tiempo completo y asume la responsabilidad del rumbo y éxito de la empresa, estableciendo e implementando la estrategia corporativa, el presidente lleva a cabo un trabajo, normalmente, a tiempo parcial y su principal objetivo es asegurar que el consejo funcione adecuadamente en la realización de sus diversas tareas (Weir y Lang, 2001).

Dado que el consejo de administración debe supervisar el trabajo desempeñado por la alta dirección y por el director general, resulta paradójico que el presidente del consejo, siendo además director general, supervise su propia actuación. En este sentido, los papeles de director general y presidente se antojan contradictorios, de manera que la dualidad dentro de los consejos se considera más una característica de conflicto que de acuerdo. Ya que mientras el director general tiene incentivos para “capturar” al consejo y asegurar su permanencia en la empresa e incrementar sus

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

beneficios, los miembros del consejo tienen incentivos para mantener su independencia, supervisar al director general y reemplazarlo si su rendimiento no cubre las expectativas marcadas por el consejo (Fracassi y Tate, 2012; Hermalin y Weisbach, 2003). Además, el consejo tiene en el director general al principal proveedor de información, de manera que este determina qué datos son los que se presentan en la sala de juntas, por lo que existe una notable asimetría informativa. La falta de independencia y la probable ausencia de transparencia en la información por parte del director general-presidente hacen inevitablemente difícil el control de los ejecutivos y la alineación de sus intereses con los de los accionistas. Sin embargo, siendo el director general la persona mejor informada tanto sobre la situación de la empresa como sobre la condición del sector en el mercado, también tiene en sus manos la posibilidad de acelerar el proceso de solución de muchos de los problemas y asuntos que requieren una resolución pronta y prioritaria.

De acuerdo con la teoría de la agencia, la concentración de la gestión y el control en una sola persona ocasiona un fuerte desequilibrio en la distribución del poder que puede poner en peligro la efectividad del consejo (Lawal, 2012). Fama y Jensen (1983) establecen que la separación de las funciones de gestión (director general) y de control (presidente) dentro de la organización reduce los costes de agencia y mejora los resultados empresariales. En este sentido, algunos códigos de buenas prácticas, como el Código Combinado en Reino Unido o el código belga de gobierno corporativo, y los organismos regulatorios se han pronunciado a favor de una separación de los roles director general-presidente.

La evidencia empírica, no obstante, ha mostrado resultados divergentes en relación con los beneficios o perjuicios de la estructura dual director general-presidente dentro de la empresa. Los argumentos comprenden desde efectos positivos en el rendimiento (Coles *et al.*, 2001), resultados negativos en el valor de la empresa (Ruigrok *et al.*, 2006; Yermack, 1996) o resultados mezclados (Daily y Dalton, 1997; García-Ramos y García-Olalla, 2011a) o no concluyentes (Daily, 1995; Dalton y Dalton, 2005; Dalton *et al.*, 1998; Jackling y Johl, 2009; Schmid y Zimmermann, 2008; Shukeri *et al.*, 2012).

2.5.1.3 Comités del consejo

Los consejos de administración, con la finalidad de realizar las diversas tareas que tienen a su cargo, designan diferentes comités especializados. Los comités más habituales son el comité de nombramientos, de remuneración y de auditoría.

El comité de nombramientos asiste y realiza propuestas al consejo de administración relativas a los candidatos para ocupar las sillas del propio consejo y para los puestos de la alta dirección. Además desarrolla recomendaciones en relación con la especificación de las competencias requeridas para ocupar dichos puestos, incluyendo las concernientes a los objetivos de diversidad (género, étnica, edad, etc.) propuestos por la compañía. También fija el horizonte temporal de dichos puestos y formula recomendaciones al consejo de administración sobre las competencias, conocimientos y experiencias de los miembros del consejo y las necesidades de capacitación en este sentido. Además, en ocasiones, puede llegar a elaborar una descripción del proceso de evaluación anual del consejo.

El comité de remuneración lleva a cabo recomendaciones sobre la política de retribución de los miembros del consejo de administración y de los altos cargos directivos. Estas tareas incluyen el diseño y la implementación de fórmulas de remuneración, tales como los salarios, los esquemas de estímulos, las opciones accionariales y los planes de incentivos a corto y largo plazo (Weir y Laing, 2001). Igualmente verifican los datos de referencia de las remuneraciones y el análisis de las tendencias de remuneración.

El comité de auditoría está constituido habitualmente por consejeros independientes o por una mayoría de ellos. Además, uno de los requisitos más notables que un miembro debe poseer para pertenecer a este comité es una significativa experiencia financiera. Entre las actividades que el comité de auditoría suele llevar a cabo están: a) Controlar el proceso de los informes financieros, de las políticas y procedimientos contables y, de la claridad de la divulgación de la información financiera. En esta tarea también se incluye verificar el cumplimiento de las normas contables, de la Bolsa de valores y todos los requisitos legales necesarios que la empresa debe cumplir. b) Supervisar la eficacia de los sistemas de control interno y de gestión de riesgos, lo que incluye revisar los informes elaborados por el departamento de auditoría interna de la empresa para conocer la eficacia de estos

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

sistemas, así como el alcance, los planes y el estado de los controles durante todo el ejercicio y los riesgos identificados. c) Inspeccionar la función del departamento de auditoría interna, mediante la revisión y aprobación de sus planes, y la evaluación de los resultados del departamento y de las competencias del área. d) Supervisar las operaciones de los auditores externos, lo que incluye el control de su independencia, de los reportes financieros que esta área elabora, el plan de las auditorías y su alcance, los honorarios de los auditores, y una revisión de los resultados y las conclusiones que dictaminan.

Esta estructura administrativa interna de los consejos de administración también podría determinar su efectividad (Aldamen *et al.*, 2012; Brick y Chidambaran, 2010; Reeb y Upadhyay, 2010). En este sentido Klein (1998) analiza la relación entre la estructura de los comités del consejo y las funciones de los consejeros dentro de estos comités. Este autor menciona que los comités de control, como son el de auditoría, remuneración y nombramiento, deberían estar integrados por consejeros independientes para asegurar que los consejeros ejecutivos tomen decisiones que no dañen los intereses de los accionistas. A pesar de que el estudio encuentra sólo un efecto pequeño entre los resultados de la empresa y la composición del consejo, descubre relaciones significativas en la forma en cómo los consejos se estructuran. De esta manera, revela un efecto positivo de los consejeros internos en los comités de finanzas e inversiones. En un estudio posterior, Klein (2002) examina si existe una relación entre las características del comité de auditoría y la gestión de beneficios de la empresa. Sus resultados manifiestan una relación negativa entre la independencia del comité de auditoría y los ajustes por devengo anormales, sugiriendo que los comités de auditoría más independientes son más eficaces en el control del proceso contable financiero de la empresa.

Los comités del consejo de administración también son objeto de polémica en cuanto a su composición (Andrés Suárez *et al.*, 2013; Cook y Wang, 2011). Las recientes reformas, los códigos de buen gobierno y la evidencia empírica han hecho hincapié en la independencia de los comités, sobre todo en el comité de auditoría (Bronson *et al.*, 2009; Erickson *et al.*, 2005; Mintz, 2005). La tendencia dominante se dirige hacia una conformación de los comités que incremente su independencia reduciendo la influencia del director general. En este sentido, de acuerdo con la literatura disponible, la independencia del comité de auditoría puede afectar a la

selección del auditor, a la calidad de la auditoría (Abbott y Parker, 2000) y a la independencia del auditor (Abbott *et al.*, 2003), y, además, está relacionada con una mayor calidad en la presentación de información financiera (Karamanou y Vafeas, 2005) y un menor coste de la financiación ajena (Anderson *et al.*, 2004). Por otro lado, Daily *et al.* (1998) no hallan pruebas de que los comités de remuneración formados por consejeros dominicales, interdependientes (consejeros nombrados bajo el cobijo de un director general) o consejeros que sean directores generales en otras empresas, provoquen mayores niveles o la modificación de la retribución del director general.

2.5.1.4 Reuniones del consejo de administración

Otra de las características de los consejos de administración que los académicos consideran clave para determinar la eficiencia de su funcionamiento en su papel supervisor es la frecuencia de sus reuniones (Eisenhardt, 1989; Lin *et al.*, 2014).

La mayor o menor actividad de los consejos de administración puede implicar tanto acciones preventivas y de control, como correctivas. La mayor parte de los argumentos postula que los consejos se reúnen con mayor frecuencia cuando las empresas atraviesan un periodo de dificultades o de cambios importantes administrativos o económicos; de lo contrario sólo llevan a cabo las reuniones previamente estipuladas. Bajo este punto de vista, Jensen (1993) menciona que los consejos de empresas con buen funcionamiento deberían ser relativamente inactivos, ya que una elevada actividad del consejo es probable que denote la respuesta a un pobre rendimiento.

Vafeas (1999) realiza un amplio análisis para explicar el papel de la actividad del consejo de administración. Usa el número de reuniones celebradas por el consejo como un proxy de la calidad de la supervisión que realiza. Para ello, desarrolla una serie de razonamientos que relacionan la actividad del consejo con otras variables de gobierno corporativo, como el tamaño del consejo, la propiedad interna, los consejeros externos, la estructura de los comités, la dualidad director general-presidente, los planes de incentivos y el número de cargos como miembros en otros consejos que los consejeros externos poseen. Además, analiza la relación de la frecuencia de las reuniones con el valor de la empresa y con su rentabilidad. Sus resultados manifiestan que los consejos con mayor número de encuentros anuales son menos valorados por

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

el mercado y, además, que los consejos tienden a ser más reactivos que proactivos ya que incrementan su nivel de actividad en respuesta a un pobre rendimiento, lo cual se traduce posteriormente en una mejora en el rendimiento de la empresa.

En esta misma línea, Lin *et al.* (2014) y Jiraporn *et al.* (2009) estudian la calidad de supervisión del consejo y su impacto en el rendimiento de la empresa a través del porcentaje de asistencia de los consejeros a las reuniones y los factores que influyen en dicha asistencia. Estos autores encuentran que un mayor número de reuniones del consejo disminuye el porcentaje de asistencia de los consejeros a las mismas y, esta menor participación en las reuniones tiene un efecto negativo en el rendimiento contable de la empresa, revelando así una calidad pobre del consejo en la supervisión del equipo ejecutivo.

Por otra parte, existe evidencia empírica de que el número de reuniones del consejo de administración esté relacionado con los incentivos de los consejeros para supervisar a la administración y proteger los intereses de los accionistas (Andrés *et al.*, 2005; Jackling y Johl, 2009).

2.5.1.5 Diversidad en el consejo

La diversidad en los consejos de administración hace referencia a mantener un equilibrio entre sus integrantes en cuanto a diferentes características demográficas, tales como género, edad, origen cultural o étnico, y competencias relativas a la experiencia en el sector, conocimientos profesionales y de educación (Carter *et al.*, 2010; Erhardt *et al.*, 2003; Kang *et al.*, 2007; Lawal, 2012). En cuanto a esta diversidad, la étnica y la de género son, probablemente, los temas que más han cobrado fuerza e importancia de manera reciente. Los códigos de gobierno corporativo han emitido algunas recomendaciones al respecto. Así, las empresas que cotizan en Bolsa han comenzado a incluir en sus consejos a personalidades de otros países y a un mayor número de mujeres. Dado que las reformas en este sentido son nuevas, la literatura empírica proporciona limitada evidencia sobre la efectividad de los consejos de administración que incluyen más consejeros de diferente nacionalidad o más mujeres (Daily *et al.*, 1999, Rose, 2007). Sin embargo, los resultados empíricos apoyan las recomendaciones propuestas por los códigos de buen gobierno al asumir que la diversidad étnica puede afectar positivamente el rendimiento de la empresa

(Shukeri *et al.*, 2012) y una mayor participación de mujeres en el consejo puede mejorar los resultados de la compañía (Bonn, 2004; Erhardt *et al.*, 2003; Roberson y Park, 2007; Smith *et al.*, 2006).

2.5.2 Estructura de propiedad

Como ya se ha mencionado, los mecanismos de gobierno tienen la tarea de mitigar o eliminar los problemas de gobierno paliando el conflicto de intereses originado por la búsqueda del beneficio personal de los diferentes *stakeholders*. En este sentido, un segundo mecanismo interno ampliamente analizado es la estructura de propiedad de la empresa.

La naturaleza de los diferentes problemas de gobierno corporativo varía de manera sustancial por la estructura de propiedad (Claessens y Yurtoglu, 2013; Sánchez-Ballesta y García-Meca, 2007a). Cuando la propiedad es difusa, como es típico en los 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 externos 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 tipo de problema de agencia, sobre todo porque el gran peso de la investigación es de procedencia estadounidense, un país caracterizado por tener mercados bien regulados, financieramente transparentes y propiedad dispersa (Faccio *et al.*, 2001).

Sin embargo, cuando la propiedad es concentrada y alguno de los propietarios, o un grupo pequeño de propietarios, tiene el control efectivo de la empresa, la naturaleza del problema de agencia deja de ser accionista versus directivo para convertirse en un problema engendrado por la pugna de intereses entre accionista controlador versus accionista minoritario (Shleifer y Vishny, 1997). En este sentido se puede suponer que hay una menor asimetría de información, ya que por lo general el dueño controlador es el gerente o su familia o tiene la capacidad y disposición de asumir los costes e invertir los recursos necesarios para seguir de cerca y disciplinar a la administración (Claessens y Yurtoglu, 2013). Este modelo de concentración de la propiedad, característico en la mayoría de los países de todo el mundo (La Porta *et al.*,

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

1998 y 1999), ha desplazado la atención de un cuerpo creciente de literatura hacia el problema de la expropiación de beneficios privados de los pequeños inversores por parte de los grandes accionistas controladores (Huyghebaert y Wang, 2012; Loderer y Waelchli, 2010; Renders y Gaeremynck, 2012).

Subrayando este punto, Franks y Mayer (2001) mencionan que existen dos grandes sistemas de control corporativo, el sistema *outsider* característico en Estados Unidos y Reino Unido, de propiedad dispersa, con grandes mercados de valores y mercados activos de control y el sistema *insider* existente en la mayoría de los mercados de capitales de Europa Continental, de propiedad concentrada, con números pequeños de empresas cotizadas y comparativamente bajos niveles de tomas de control.

En este sentido, la estructura de propiedad se convierte en un importante mecanismo de gobierno que influye y define el carácter del problema de agencia tanto entre directivos y accionistas como entre los diferentes accionistas. Los patrones de propiedad afectan, por tanto, al control dentro de las compañías y a los resultados empresariales. Así, por ejemplo, una propiedad concentrada puede estar asociada a un gobierno corporativo más activo en donde existe un control más importante ya que, de acuerdo con Shleifer y Vishny (1986), permite superar el problema de *free-rider* que afecta a las empresas en los mercados de valores en Estados Unidos y Reino Unido. Pero, por otra parte, esta estructura puede estar relacionada con un débil gobierno corporativo ya que se ve afectada por la existencia de beneficios privados en detrimento de la eficiencia empresarial.

El análisis de la estructura de propiedad, conforme a la literatura existente, suele llevarse a cabo a través del estudio de tres características principales: el grado de concentración de la propiedad, la participación accionarial de los directivos y la naturaleza de los accionistas que controlan la empresa tales como familias, organismos institucionales y bancos.

Tanto en el mundo académico como en los mercados financieros el interés se centra en conocer la forma en cómo funcionan, bajo qué ambiente funcionan y si funcionan estos tres elementos de la estructura de propiedad, para finalmente encontrar el equilibrio óptimo en la estructura de las empresas que mejores resultados

proporcione a la organización y que más eficientemente controle los problemas de agencia.

2.5.2.1 Concentración de la propiedad

La concentración de la propiedad es considerada como uno de los mecanismos de gobierno más eficaces. De manera general, provoca dos efectos en el gobierno de las empresas: un efecto incentivador que permite una más eficiente supervisión de la administración, y un efecto atrincheramiento que posibilita a los propietarios controladores extraer beneficios privados a expensas de los propietarios minoritarios (Bennedsen y Nielsen, 2010; Claessens *et al.*, 2002; Morck *et al.*, 2005).

El efecto incentivador de la concentración de la propiedad ha sido estudiado, en principio, en empresas caracterizadas por tener propiedad dispersa. El problema de agencia típico en este tipo de empresas procede de la separación de la propiedad de los accionistas y el control efectivo que ejercen los directivos. De esta forma, la teoría financiera propone concentrar la propiedad en las manos de unos pocos accionistas con la finalidad de mejorar la supervisión, alineando los intereses de los propietarios y los directivos y previniendo un uso ineficiente de los recursos. En este sentido, la concentración de la propiedad funciona como un mecanismo eficaz para disciplinar a la alta dirección. La explicación ofrecida para demostrar su efectividad radica en que cuando la propiedad es dispersa, ninguno de los diferentes accionistas tiene el incentivo para llevar a cabo el control de la administración de la empresa, debido a que incurrirían en grandes costes y solo percibirían una fracción de los beneficios. Pero, cuando la propiedad es concentrada, los costes del control asumidos por los accionistas controladores son compensados por los beneficios que obtienen de dicha supervisión. Los grandes accionistas tienen entonces tanto los incentivos como el poder para controlar a los gerentes y presionarlos para maximizar los beneficios (Shleifer y Vishny, 1997).

Asimismo, el hecho de que una mayor propiedad le permite a un accionista controlador asumir costes superiores a los que pueden contraer accionistas pequeños, constituye un incentivo para asumir más riesgos. De esta forma, se espera que el riesgo corporativo sea más pronunciado en empresas con grandes accionistas que en empresas con propiedad dispersa, donde, de acuerdo con la teoría de la agencia, los

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

gerentes tienen aversión al riesgo. Esta mayor disposición para acometer estrategias arriesgadas dentro de la empresa puede verse incrementada cuando los accionistas, además, tienen participación en el capital en otras empresas. Pertenecer a un grupo les posibilita actuar desde una posición más diversificada (Paligorova, 2010).

Sin embargo, Shleifer y Vishny (1997) mencionan que la concentración de la propiedad también puede producir desventajas, como el riesgo excesivo de cartera que asumen los grandes inversores, la posible expropiación a los accionistas minoritarios y a otros *stakeholders*, así como también la posible búsqueda de objetivos privados. Además, los grandes accionistas pueden perseguir sus propios intereses, los cuales no necesariamente coinciden con los intereses de los otros accionistas de la empresa, o con los intereses de la administración o de los empleados. La importancia y preocupación de estas desventajas en el gobierno corporativo ha sido creciente en los últimos años cuando queda demostrado que la concentración de la propiedad y el control es la norma en la mayoría de los países alrededor del mundo (La Porta *et al.*, 1999).

El trabajo seminal de La Porta *et al.* (1999) muestra que la propiedad en empresas fuera de los Estados Unidos y el Reino Unido está concentrada en las manos de muy pocos accionistas principales. Más aún, Franks *et al.* (2009) demostraron que, incluso en los países anglosajones, la propiedad corporativa se halla realmente más concentrada de lo que generalmente se piensa. Estos grandes accionistas son típicamente miembros de pequeñas élites, por lo general un individuo o familia rica, que tienden a usar ciertos mecanismos de poder para garantizar que sus derechos de control sean superiores a sus derechos de propiedad. Esta separación de la propiedad y control permite a los accionistas controladores extraer beneficios privados a costa de los propietarios minoritarios (Attig *et al.*, 2009; Morck *et al.*, 2005). Estos resultados han sido confirmados por numerosos trabajos como Claessens *et al.* (2000), Claessens *et al.* (2002), Claessens y Fan (2002) en estudios realizados en los países asiáticos, y por Barca y Becht (2001), Faccio y Lang (2002) y Franks y Mayer (2001) en Europa.

El tema de un buen gobierno corporativo en la mayoría de los países se torna, entonces, más significativo y preocupante a causa tanto de la existencia de estructuras de propiedad concentrada y de mecanismos complementarios que permiten, a los

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

individuos o familias ricas, mantener el control, y que, en consecuencia, provocan que dichas familias o individuos magnifiquen su riqueza a través de controlar múltiples empresas (Bona Sánchez *et al.*, 2008; Santana Martín, 2010; Santana Martín y Aguiar Díaz, 2006). Este exceso es comúnmente alcanzado usando principalmente estructuras piramidales de control, y, en menor medida, acciones de voto superior y participaciones cruzadas en la propiedad. Además, miembros de la familia o personas relacionadas a ella usualmente ocupan cargos ejecutivos en empresas clave a lo largo de la estructura, lo cual les concede un acceso ilimitado a la información, originando una mayor concentración del riesgo y un menor aprovechamiento de la especialización de funciones (Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002; La Porta *et al.*, 1999). La elevada concentración de la propiedad y este tipo de estructuras permiten que unas pocas familias o individuos controlen la mayor parte del sector empresarial de un país. El propietario controlador, igualmente, puede extraer la riqueza entre las empresas que integran la estructura piramidal para generar mayores beneficios privados (Claessens *et al.*, 2002; Morck *et al.*, 2005).

El análisis de los efectos positivos (incentivo) y negativos (atrincheramiento) de la concentración de la propiedad en la dinámica de las empresas han sido abordados empíricamente en diversos trabajos. Shleifer y Vishny (1986) argumentan que la propiedad concentrada representa una respuesta al problema de *free-rider* asociado con la propiedad dispersa y por lo tanto contribuye al rendimiento de la empresa. Sin embargo, estos autores (Shleifer y Vishny, 1997) también mencionan que el inversor principal al hacer uso de sus derechos de control para maximizar su riqueza puede distribuirla de formas tanto eficientes como ineficientes, lo que sugiere la existencia de una probable repercusión negativa en los resultados de la empresa a costa de los demás participantes. Los resultados de Claessens *et al.* (2002) evidencian que los propietarios controladores se preocupan en menor medida y tienen menos consideración por el rendimiento financiero de las empresas que se encuentran en los escalones inferiores de la pirámide de control.

Diversos trabajos han establecido una relación negativa entre el valor de la empresa y estructuras de propiedad desproporcionadas, al observar que el valor de la empresa mejora con la mayor propiedad del accionista más grande, consistente con un efecto incentivo, pero el valor de la empresa decrece cuando los derechos de control del accionista más grande superan su propiedad de cash-flow, consistente con

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

un efecto atrincheramiento (Bennedsen y Nielsen, 2010; Claessens *et al.*, 2002). El beneficio que los accionistas controladores obtienen con una propiedad desproporcionada es superado por el atrincheramiento al que están sometidos, lo que implica que un incremento en las estructuras de propiedad desproporcionadas disminuya el valor de la empresa.

Igualmente ha quedado demostrada una relación no lineal -en forma de U-, de la concentración de la propiedad con el rendimiento de la empresa. De esta forma, en niveles bajos de propiedad concentrada se produce un impacto negativo en el rendimiento, en línea con el predominante efecto de expropiación de los accionistas minoritarios por parte de los mayoritarios, pero, el impacto puede llegar a ser positivo en niveles elevados de propiedad, de conformidad con el dominante efecto de una mayor supervisión que implica una convergencia de los intereses de todos los propietarios (Hu y Izumida, 2008; López Iturriaga y Saona Hoffmann, 2007; López-de-Foronda *et al.*, 2007).

En esta misma línea, Thomsen y Pedersen (2000) señalan que el impacto de la estructura de propiedad en el rendimiento y valor de la empresa no es lineal. Pero sus resultados demuestran un efecto de la concentración de la propiedad en forma de campana, primero es positivo y después de cierto punto conduce al atrincheramiento y tiene efectos adversos en el rendimiento.

De igual forma, han aparecido investigaciones que relacionan las consecuencias de una estructura concentrada con el funcionamiento de otros mecanismos de gobierno, de modo que el efecto de la concentración de la propiedad queda atenuado por otros mecanismos como la presencia de consejeros externos en el consejo de administración o en el comité de auditoría (Erickson *et al.*, 2005) o el pago de dividendos en empresas afiliadas a un grupo (Faccio *et al.*, 2001). En esta línea, se ha abordado el tema de la contestación al principal accionista con el objetivo de mejorar el valor de las empresas. La evidencia ha demostrado que esta contestación al control juega un papel crítico en la mejora de la transparencia de la información financiera, en el valor de las acciones y en la gestión de los resultados de la empresa (Maury y Pajuste, 2005). Es importante destacar que la naturaleza de los accionistas de referencia, que llevan a cabo la contestabilidad, pueden hacer que el valor de la

empresa aumente o disminuya (Jara-Bertin *et al.*, 2008; Jara-Bertin y López-Iturriaga, 2011).

2.5.2.2 Propiedad directiva

Desde que la obra clásica de Berle y Means (1932) aportó la idea de que la propiedad y el control en la empresa moderna están separados, reduciendo los incentivos de los directivos para maximizar la eficiencia de las empresas, los investigadores han intentado identificar diferentes mecanismos que suavicen el problema de agencia y su influencia posterior en el gobierno de la empresa.

La participación en la propiedad del equipo directivo, al igual que la identidad del accionista principal y la concentración de la propiedad, se ha convertido en un mecanismo importante de gobierno (Sánchez-Ballesta y García-Meca, 2007a y 2007b). Los directivos que tienen una participación suficiente en la propiedad de la empresa, estarán menos dispuestos a llevar acciones que menoscaben el valor de la compañía ya que estarían actuando en contra de su propia riqueza (Jensen y Meckling, 1976).

De lo anterior se desprende que, en primera instancia, se presume un efecto positivo de la propiedad directiva –efecto alineación- gracias a una reducción en el comportamiento oportunista de los directivos propietarios, cuando dicho proceder dañe los beneficios que puedan obtener de la empresa, resultando en una conducta a favor de tomas de decisiones que mejoran los resultados de la compañía y, que maximizan el valor de los accionistas (Jensen y Meckling, 1976). En tal sentido, se asume que los gerentes llevan a cabo inversiones óptimas o reducen las sub-óptimas repercutiendo en un mayor valor de la empresa. En definitiva hay una reducción de los costes de agencia, del consumo de bonificaciones y de una utilización inadecuada del esfuerzo y, paralelamente, un mayor compromiso en proyectos favorables (Florackis, 2005).

Sin embargo, el grado en el cual la participación en la propiedad de parte de los directivos conduce a un mejor rendimiento no está claro (Morck *et al.*, 1988). Y es que los directivos propietarios adquieren un mayor nexo con la empresa, ya que además de tener invertido la mayor parte de su capital humano ahora también tienen invertido parte de su capital financiero, resultando en una mayor sensibilidad en la riqueza de los ejecutivos al rendimiento de la empresa (Denis, 2001). Al mismo tiempo,

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

considerando la aversión directiva al riesgo específico de la empresa, una mayor propiedad directiva puede conducir a los gerentes, nuevamente, a políticas de inversión sub-óptimas que no concuerden con el objetivo de maximización del valor de la empresa pero que garanticen su empleo, un salario atractivo o beneficios privados (Florackis *et al.*, 2009).

En consecuencia, la propiedad directiva se puede convertir en una espada de doble filo. Al principio, la propiedad alinea mejor los incentivos financieros de los gerentes con los de los accionistas. Pero, en contraposición, una mayor propiedad les puede conceder amplia libertad, debido al poder de voto o influencia que poseen, para consumir beneficios privados de control a expensas de sus accionistas y del resto de *stakeholders* y, además, pueden ejercer un esfuerzo insuficiente (Denis, 2001; Florackis *et al.*, 2009). En otras palabras, en algún punto, la propiedad directiva puede resultar en un efecto atrincheramiento de la dirección de la empresa (Fama y Jensen, 1983; Morck *et al.*, 1988).

En un intento de proporcionar evidencia sobre lo que implica la propiedad directiva y si los directivos actúan bajo un objetivo común con los accionistas, varios estudios teóricos y empíricos se centran en la relación entre la propiedad poseída por la administración y el valor de la empresa. Una serie de estudios hacen hincapié en una relación no monótona. López Iturriaga y Saona Hoffmann (2007) destacan una relativa y disímil influencia, de forma que la convergencia de intereses coexiste con el atrincheramiento. López-de-Foronda *et al.* (2007) y Sánchez-Ballesta y García-Meca (2007b) señalan los dos diferentes efectos: un efecto de alineación para niveles bajos de propiedad administrativa y un efecto atrincheramiento para una suficientemente alta propiedad administrativa. Del mismo modo Morck *et al.* (1988) observan un efecto alineación en niveles bajos de propiedad del directivo y un comportamiento de atrincheramiento en los niveles intermedios. Sus resultados también sugieren un resurgimiento de los incentivos de alineación de los directivos con un elevado nivel de propiedad del directivo. Otros estudios sugieren formas funcionales más complicadas para describir esta relación con la existencia de varios máximos o mínimos relativos (Cui y Mak, 2002; Davies *et al.*, 2005; Florackis *et al.*, 2009; Hermalin y Weisbach, 1991; Miguel *et al.*, 2004).

2.5.2.3 Tipología de accionistas principales

La amplia literatura sobre la estructura de propiedad destaca que no sólo importa cuánto tiene un accionista de propiedad en una compañía, sino además, quién o quiénes poseen esa participación, considerando que, a los diferentes tipos de accionistas los mueven diferentes objetivos y pueden tener incentivos y capacidades distintas (Attig *et al.*, 2009). Thomsen y Pedersen (2000) señalan que, mientras la concentración de la propiedad mide el poder de los accionistas, la identidad de los principales accionistas tiene importantes implicaciones en los objetivos empresariales y en la forma como ejercen su poder, influyendo en las decisiones estratégicas de la compañía, relacionadas con objetivos de beneficios, dividendos, estructura de capital y rentabilidad de la empresa.

Desde esta perspectiva, la naturaleza en la estructura de propiedad puede ser más eficiente dependiendo de su propensión para resolver o exacerbar los conflictos de agencia. Así, por ejemplo, la propiedad tiene un efecto distinto cuando está en manos de individuos –particulares o familias- que cuando está con agentes tales como bancos, inversores institucionales, como fondos de pensiones, fondos de inversión, aseguradoras, u otras empresas (Franks y Mayer, 2001). En tal sentido, la identidad del accionista principal es el símbolo manifiesto que permite identificar a priori circunstancias en el gobierno de las empresas como la capacidad de control y de liderazgo, los incentivos que los mueven y las metas que los guían.

2.5.2.4 Propiedad familiar

Las empresas alrededor del mundo controladas por familias predominan en el panorama empresarial (Anderson y Reeb 2003; Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002; La Porta *et al.*, 1999). Se considera que una empresa controlada por una familia o fundador es aquella en la cual el fundador o miembro de su familia ya sea por sangre o vínculo matrimonial es un *blockholder*, director o consejero, ya sea individualmente o como grupo (Villalonga y Amit, 2009). Villalonga y Amit (2010) señalan que las teorías sobre control familiar se pueden clasificar en dos grandes grupos, el primero hace referencia a la “ventaja competitiva” y el segundo a “los beneficios privados de control”. Los autores destacan que la diferencia entre ambos radica en el conjunto de accionistas para quienes se maximiza el valor. Para la hipótesis de ventaja

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

competitiva, el valor se maximiza para todos los accionistas de la empresa, pero para la segunda hipótesis, el valor sólo se maximiza para la familia, la cual expropia a los inversores no familiares.

Las empresas controladas por familias mitigan el conflicto típico de agencia propietario-gerente debido a que existen incentivos más grandes para supervisar al gerente o porque se alinean los intereses cuando los directivos forman parte de la familia, pero, exacerban otro problema de agencia, el que contrapone al accionista mayoritario controlador con el accionista minoritario debido a que tiene mayores incentivos para la expropiación y el control (Villalonga y Amit, 2006).

Las familias logran ejercer un fuerte control corporativo a causa de un tipo particular de estructura de propiedad, el control piramidal. A través del uso de pirámides y, en una menor medida, participaciones cruzadas y acciones privilegiadas, una familia puede asegurar el control de una empresa sin hacer una inversión proporcional (Faccio y Lang, 2002; La Porta *et al.*, 1999). El control piramidal le otorga a la familia el poder para controlar un gran número de empresas y todos los activos valiosos de las compañías de una manera considerablemente mayor de lo que la propiedad directa permitiría, dada la divergencia entre los derechos de voto y los derechos de *cash flow* (Morck *et. al*, 2005). Así pues, la familia tiene la posibilidad de transferir el valor de una empresa dentro de la pirámide, es decir, puede realizar el denominado *tunneling* (Johnson *et al.*, 2000). Esto significa que las pirámides de control familiar están potencialmente sujetas a peores problemas de agencia que las empresas independientes.

Además, las familias frecuentemente asignan las posiciones ejecutivas clave y asientos en el consejo a miembros de la familia, lo que sugiere un cierto atrincheramiento administrativo, ya que se limita el acceso y el control a la empresa a individuos que podrían ser más capaces y con mejor aptitud (Anderson y Reeb, 2003). Asimismo, el atrincheramiento en empresas administradas por los dueños conlleva menores incentivos para controlar al director general o gerente. Sin el efecto beneficioso de los incentivos, el valor de la empresa puede ser menor (Bennedsen y Nielsen, 2010).

Las empresas familiares también suelen ser relativamente reacias al riesgo debido a que la mayor parte de su riqueza está invertida en la compañía y no desean

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

perder el control mediante la atracción de capital en los mercados de valores. No obstante la menor diversificación de las empresas familiares, esto puede contribuir a mejores ventajas competitivas (Anderson y Reeb, 2003; Maury, 2006; Villalonga y Amit, 2006). Sin embargo, la asignación de capital en las empresas familiares puede ser ineficiente puesto que se retienen fondos que podrían invertirse en proyectos externos más productivos (Morck et. al, 2005). Desde esta perspectiva, las familias propietarias, persiguiendo su utilidad personal, son capaces de expropiar riqueza de la empresa a través de compensaciones excesivas, transacciones entre partes vinculadas, o dividendos especiales, provocando un probable daño en los planes de expansión del capital de la empresa y aminorando el rendimiento operativo (Anderson y Reeb, 2003; Chen *et al.*, 2013; Kuo y Hung, 2012; Pindado *et al.*, 2012).

A pesar de lo anterior, las empresas familiares pueden presentar ventajas frente a las empresas no familiares. Aparte del incentivo de peso para controlar la condición financiera de la empresa debido a su enorme patrimonio social, los miembros de la familia, al ocupar puestos en el consejo y en posiciones ejecutivas, están fuertemente involucrados en los asuntos de la empresa. Por tanto, es difícil pensar en una mayor alineación de intereses entre los gerentes y accionistas (Nguyen, 2011). Villalonga y Amit (2010) señalan que las familias fundadoras experimentan mayor apego emocional a sus compañías, de ahí que su compromiso con la empresa sea más grande, y sus horizontes de inversión más largos. En este sentido, las empresas familiares se gestionan con la intención de ser transferidas a la siguiente generación. Prueba de ello es que las familias fundadoras frecuentemente mantienen presencia a largo plazo en sus empresas. En consecuencia, suelen invertir más eficientemente que las empresas no familiares y pueden ser capaces de realizar grandes inversiones de creación de valor que otras empresas se ven obligadas a rechazar debido a los plazos más cortos. La supervivencia de la compañía se convierte en una preocupación fundamental en las empresas familiares (Anderson y Reeb, 2003; La Porta *et al.*, 1999).

Además, dado que la mano de obra suele estar restringida a los miembros de la familia, un director general familiar puede aportar habilidades y atributos especiales que los directores externos no poseen, aunado al hecho de que la familia entiende y conoce el negocio (Anderson y Reeb, 2003). Considerando que una familia puede ser poseedora de una fuerte y positiva reputación, la presencia de sus miembros en la

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

empresa mejora los resultados empresariales y crea más oportunidades económicas dentro del negocio. Estas empresas bien reputadas son especialmente solicitadas como socios, y las pirámides de control les permiten alcanzar mayores economías de escala y un mayor grado de confianza que de otro modo sería imposible (Morck et. al, 2005).

De modo que la cuestión de si la presencia de una familia propietaria dificulta o facilita la eficiencia de la empresa se convierte en una cuestión empírica. Consistentes con la hipótesis de la ventaja competitiva, Anderson y Reeb (2003), Maury (2006) y Villalonga y Amit (2006) encuentran en empresas familiares una mayor alineación de intereses que en empresas no familiares, lo que resulta en mayores valoraciones y rentabilidades más elevadas. Sus resultados también mencionan que la creación de valor surge cuando un miembro de la familia (Anderson y Reeb, 2003) o el fundador (Villalonga y Amit, 2006) trabajan como director general de la empresa. Maury (2006) resalta que los beneficios del control familiar se cumplen siempre y cuando la propiedad no sea mayoritaria y exista un entorno legal que proteja al accionista. De esta manera, el control familiar puede aumentar el valor de una empresa en una economía bien regulada o puede dañar a los accionistas minoritarios, con el riesgo de expropiarlos, en economías con instituciones débiles y transparencia baja (Faccio *et al.*, 2001). Por otro lado, consistente con la hipótesis de beneficios privados de control aparecen varios estudios que incluyen los efectos negativos del exceso de control sobre la propiedad (Claessens *et al.*, 2002; Maury, 2006; Villalonga y Amit, 2006 y 2010) y de los directores generales descendientes (Pérez-González, 2006); el poder familiar y la pobre protección al accionista minoritario (Faccio *et al.*, 2001; La Porta *et al.*, 1999; Maury, 2006); el control familiar a través de acciones privilegiadas (Nenova, 2003; Zingales, 1995) y las prácticas expropiatorias en empresas familiares en mercados emergentes (Bertrand *et al.*, 2002).

2.5.2.5 Propiedad bancaria

La propiedad bancaria, restringida en los Estados Unidos, es común en algunos países como Alemania y Japón. En estos países existe una menor confianza en la protección legal del inversor y una mayor confianza en los grandes inversores y en los bancos. En Alemania, por ejemplo, los acreedores tienen derechos más fuertes que en los Estados Unidos, aunque los derechos de los accionistas son más débiles (Shleifer

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

y Vishny, 1997). Los bancos pueden ejercer un doble papel, son accionistas y prestamistas. De tal forma que posibilitan superar los problemas de control corporativo en empresas de propiedad dispersa, aquejadas del problema resultante de la separación propiedad-control, ya que actúan como intermediarios y tienen incentivos para supervisar las acciones llevadas a cabo tanto por los accionistas como por los directivos. Sin embargo, los bancos también pueden crear sus propios problemas de agencia, cuando sus intereses divergen de aquellos que tienen los inversores que ellos representan (Franks y Mayer, 2001).

En Alemania, Japón y, en general, en todos los países con fuerte presencia bancaria, la banca funciona como proveedor universal de servicios financieros a las empresas. En este sentido, aquellas empresas poseídas principalmente por bancos pueden internalizar sus relaciones bancarias, lo que supone que estas instituciones financieras pueden tener privilegios de acceso al capital, mayor información, y mayor alcance en otros servicios que los bancos ofrecen (Thomsen y Pedersen, 2000). Estas ventajas que la banca propietaria obtiene suponen un mejor control de la empresa, al existir una reducción en los problemas de información asimétrica y, en consecuencia, mejoran los resultados financieros. De acuerdo con Castelli *et al.* (2012), Espenlaub *et al.* (2012) y Mahrt-Smith (2006), una pequeña participación accionarial en poder del banco puede tener un impacto positivo en la relación crediticia. El beneficio se traduce en una disminución de la capacidad del banco para extraer rentas de la empresa en el futuro, lo que a su vez, incentiva a la empresa a realizar inversiones en proyectos rentables que requieren subsiguiente financiación exterior. A este respecto, Morck *et al.* (2000) sugieren que la participación bancaria puede ser beneficiosa para las empresas-clientes ya que mitiga los potenciales conflictos de intereses entre acreedores y accionistas. Por otro lado, Gao (2007) muestra que cuando los bancos tienen una participación importante en el patrimonio de las empresas en relación a su deuda bancaria, dicha propiedad favorece el rendimiento. No obstante, también señala que los bancos pueden cobrar mayores intereses o dividendos dependiendo del balance entre su participación en la deuda o en el patrimonio.

A diferencia de lo señalado anteriormente, Nguyen (2011) señala que el control bancario es considerado generalmente un inhibidor del rendimiento, debido a la divergencia de intereses y oportunidades con los directivos y con el resto de propietarios. En su investigación detecta un menor rendimiento en las empresas

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

controladas por bancos, fruto de una supervisión imperfecta. Explica que la propiedad bancaria no es favorable a una posición competitiva de la empresa y que disuade a las empresas de emprender estrategias de diferenciación. Morck *et al.* (2000) también documentan un efecto negativo en el valor de las empresas con propiedad bancaria. En esta misma línea, Weinstein y Yafeh (1998) confirman una pobre rentabilidad y un menor crecimiento porque los bancos desalientan a las empresas a emprender proyectos rentables si eso conlleva un aumento del riesgo.

2.5.2.6 Propiedad institucional

La participación de los inversores institucionales en la propiedad de las compañías y la orientación financiera de dichos inversores institucionales tiene implicaciones en el gobierno de las empresas. En este sentido, su implicación podría representar una modificación en las relaciones de agencia entre directivos y accionistas y entre accionistas grandes y minoritarios (Jara-Bertin *et al.*, 2011). A este respecto, algunos teóricos han resaltado el papel que los inversores institucionales juegan en el gobierno corporativo de las empresas (Díez Esteban *et al.*, 2013; Gillan y Starks, 2007), mencionando incluso que son quienes los que más probablemente desempeñen un papel de gobierno (Khan, 2006).

La actuación de los inversores institucionales presenta notables diferencias internacionales, en parte debido al distinto marco institucional de cada país. Algunos factores que explican estas diferencias son el desarrollo de los sistemas de pensiones, las políticas de inversión de los inversores institucionales extranjeros, la liberalización financiera, los procesos de privatización, etc. En cualquier caso, la literatura ha considerado la participación de los inversores institucionales en la propiedad de las empresas como un indicador de buen gobierno corporativo (Attig *et al.*, 2012; Croci *et al.*, 2012; Gillan y Starks, 2007).

Aunque las funciones de los inversores institucionales pueden superponerse, como se ha mencionado anteriormente, sólo hay evidencia modesta de que las empresas cambian cuando un inversor institucional asume el papel de un accionista activo. Thomsen y Pedersen (2000) apuntan que la propiedad de los inversores institucionales probablemente implique ventajas en términos financieros, baja aversión al riesgo y un horizonte de inversión a largo plazo en comparación con otras

CAPÍTULO 2: El gobierno corporativo de la empresa

categorías de propietarios. Ratificando esta afirmación, encuentran que la propiedad institucional está asociada con elevados valores de la empresa y un mejor rendimiento.

Jara-Bertin *et al.* (2011) mencionan que la presencia de los inversores institucionales es patente en los países de ley común, en los cuales han ocupado un papel destacado como accionistas de referencia, actuando como mecanismos eficientes para reducir la discrecionalidad directiva. Sin embargo, en los países de ley civil, sólo recientemente la propiedad institucional ha comenzado a formar parte de las estructuras de propiedad de las empresas. Estos autores encuentran que en los países de ley común, de conformidad con las hipótesis de convergencia y atrincheramiento, en niveles bajos de propiedad, un incremento de la participación implica más compromiso en el control de los directivos y un mayor valor de la empresa pero en niveles altos de propiedad institucional, los inversores alcanzan excesivo poder y llegan a atrincherarse. En contraposición, en países de ley civil, en niveles bajos de propiedad, la participación institucional está negativamente relacionada con el valor de la empresa, y una vez que estos inversores alcanzan poder suficiente para contestar o cambiar el control del accionista más grande, se comprometen de manera efectiva con el gobierno de las compañías y mejoran el valor de la empresa.

CAPÍTULO 3: Planteamiento de las hipótesis

CAPÍTULO 3: Planteamiento de hipótesis

3.1 Los *ratings* de crédito en el mercado de valores, la selección adversa y el riesgo moral

Hoy en día las agencias de calificación crediticia constituyen un sector fundamental dentro del mercado de capitales como intermediarias especializadas en la provisión de información financiera. Estas agencias cumplen con su función mediante la recolección y análisis de la información necesaria para valorar la fortaleza financiera y el nivel de riesgo asumido por las empresas (Chou y Cheng, 2012). Los participantes en el mercado de valores reconocen que las agencias de *rating* evalúan las probabilidades de que un emisor de deuda no cumpla con una obligación de carácter financiero, usando tanto datos privados como públicos proporcionados por el propio emisor, e informan a los mercados financieros del resultado de sus análisis y evaluaciones a través de una calificación de crédito (Han *et al.*, 2012). Este producto que ofrecen las agencias, el *rating* de crédito o calificación crediticia, representa, en consecuencia, su opinión sobre el riesgo de crédito de un emisor de deuda y ha de obedecer a un conjunto de requisitos de objetividad, consistencia, comparabilidad, estabilidad y transparencia (Langohr y Langohr, 2008).

Dentro del mercado de valores, los *ratings* de crédito, que permiten atenuar la asimetría de la información, constituyen un punto de encuentro entre los potenciales inversores y las empresas emisoras (Boot *et al.*, 2006; Salvador Muñoz *et al.*, 2011), transmitiendo datos sobre las perspectivas de una entidad más allá de lo que públicamente existe disponible en el mercado y de otros factores que reflejan el riesgo de incumplimiento (Yi y Mullineaux, 2006). En tal sentido, Kisgen (2006, 2009) señala que las agencias pueden recibir información significativamente sensible que no es pública, en parte porque los administradores pueden ser reacios a difundir públicamente datos que puedan comprometer sus programas estratégicos. De esta manera, las calificaciones de crédito satisfacen la necesidad de información requerida por los participantes en los mercados, construyendo así un puente que acerca a los inversores -quienes requieren conocer con cierta precisión y oportunidad la calidad de las inversiones- con los emisores o prestatarios -quienes están interesados en acceder al mercado para obtener fondos-. Las calificaciones de crédito posibilitan que ambas

CAPÍTULO 3: Planteamiento de hipótesis

partes puedan llevar a cabo decisiones óptimas de inversión y de emisión, reduciendo de este modo sus costes de acceso a la información y de acceso al mercado (Langohr y Langohr, 2008).

Langohr y Langohr (2008) resumen en tres puntos las funciones de las agencias de *rating*:

- a) Miden objetivamente el riesgo de crédito del emisor y de la financiación de su deuda con la finalidad de resolver la asimetría de la información.
- b) Proporcionan elementos de comparación del riesgo de distintas emisiones.
- c) Ofrecen a los participantes del mercado de un estándar o lenguaje común para comunicar dicho riesgo.

Debido a los diferentes acontecimientos de carácter económico-financiero de las últimas décadas que se han mencionado en el primer capítulo de este trabajo, el actual entorno económico y financiero presenta mayores niveles de riesgo y complejidad, por lo que la necesidad de información tanto de inversores como de emisores se torna más relevante. Como respuesta ante estos sucesos, los organismos reguladores se han visto obligados a actuar y han desarrollado nueva normativa, o modificado la existente con el objetivo de mejorar la protección de los diferentes partícipes del mercado de valores. Asimismo, se han mostrado dispuestos a aplicar sanciones más severas en caso de incumplimiento o violación. En este escenario, las agencias de *rating* de crédito también han llevado a cabo revisiones a sus procedimientos y acometen ahora la tarea de realizar un seguimiento más riguroso a los *ratings* ya otorgados. En consecuencia, es posible que los emisores necesiten ofrecer mejores características financieras para mantener la misma calidad crediticia que en el pasado (Alp, 2013).

En tal sentido, y como ya se ha mencionado, el papel de intermediación que las agencias desempeñan en los mercados resuelve problemas ocasionados por la asimetría en la información relacionada con la calidad crediticia (Boot *et al.*, 2006; Chou y Cheng, 2012; Salvador Muñoz *et al.*, 2011). La información asimétrica hace referencia a que las dos partes en una transacción económica no tienen acceso a la misma información. Dichos problemas de información asimétrica tienen dos vertientes

CAPÍTULO 3: Planteamiento de hipótesis

según surjan *ex ante* (selección adversa) o *ex post* (riesgo moral) a la celebración del contrato (López-Gracia y Aybar-Arias, 2000). En la primera de dichas facetas, la selección adversa surge cuando los inversores han de tomar la decisión sobre la inversión que mejor se adapta a sus necesidades, mayores rendimientos le aporta y menores riesgos implica. Los inversores afrontan este dilema puesto que, al existir información oculta sobre la calidad del crédito, cuentan con menor información que los prestatarios sobre las condiciones financieras de dicho emisor y sobre las propiedades inherentes de su crédito que permitan juzgar su valor.

Una vez que los inversores han realizado su selección y han optado por determinadas inversiones, pueden surgir problemas de riesgo moral. Este problema *ex post* nace a causa de que el emisor de la deuda puede llevar a cabo acciones ocultas, no observables para el inversor, con el objetivo de lograr un beneficio personal pero cuya realización va en detrimento de los intereses de los acreedores o *debtholders*. Dicho de otra manera, en el momento de anunciar una emisión se determinan y conocen las condiciones bajo las cuales dicha emisión funcionará y se registrará, al tiempo que se diagnostica el nivel de riesgo que le corresponde de acuerdo a las condiciones del crédito. Posteriormente a esto, el emisor podría emprender nuevos proyectos que redundarían en un probable aumento del riesgo financiero. Los acreedores asumirían, sin saberlo, este incremento en el riesgo.

Las fricciones que la selección adversa y el riesgo moral provocan en los mercados de valores pueden ser atenuadas por las agencias de calificación crediticia gracias a la información contenida en cada uno de los *ratings* de crédito. De ahí la reducción de costes que permite la calificación crediticia, pues los inversores no han de dedicar excesivos recursos para valorar el riesgo y los emisores gozan del ahorro derivado de evitar emitir señales que indiquen el nivel de la calidad del crédito. Asimismo, gracias al seguimiento que las agencias de *rating* hacen de sus calificaciones, controlando los riesgos de los emisores y modificando los *ratings* cuando procede, los inversores están informados de manera constante de la evolución de las contingencias financieras que experimenta su inversión, de tal forma que si los gerentes de una empresa deciden emprender acciones que provoquen un cambio en el riesgo a expensas de otros *stakeholders*, los inversores estarían enterados y podrían ejecutar acciones de prevención (Langohr y Langohr, 2008).

3.2 El gobierno corporativo y los *ratings* de crédito

La teoría de la agencia ha identificado tradicionalmente un conflicto de intereses entre los inversores externos (los principales), llámense accionistas, acreedores o *debtholders*, con los inversores internos o gestores de la empresa (el agente). El gobierno corporativo proporciona los mecanismos necesarios para que los intereses de los proveedores de capital o de fondos estén alineados con los de los directivos controlando el comportamiento, tal vez oportunista, de estos últimos. De idéntica manera, pueden surgir conflictos en los intereses y objetivos de los diferentes proveedores de capital dados sus distintos derechos y actitudes frente al riesgo. Por ese motivo aquellos inversores que posean mayor capacidad de control corporativo pueden llevar a cabo acciones en la empresa a costa de los intereses de otros inversores. En consecuencia, surge otro importante problema de agencia en donde prima una divergencia fuerte entre los accionistas y los acreedores o *debtholders* y los *bondholders* (Boubakri y Ghouma, 2010; Paligorova y Xu, 2012).

Como señalan Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006), estos dos conflictos de agencia incrementan la probabilidad de incumplimiento de las obligaciones financieras por parte de la compañía y, por lo tanto, reducen el valor de sus demandas. Tratándose del conflicto tradicional de agencia, los autores subrayan que el comportamiento oportunista de la administración puede manifestarse de diversas maneras tales como gratificaciones injustificadas, una excesiva remuneración, y una política equivocada de inversiones, todo lo cual provoca un efecto negativo en el valor esperado de los flujos de caja y, como resultado, incrementa el riesgo de agencia de los inversores externos. La disminución de los flujos de caja esperados de la empresa ocasiona que los proveedores de fondos o capital asuman un incremento en la probabilidad del riesgo de incumplimiento de la compañía y, por lo tanto, repercute finalmente en la calificación crediticia concedida.

De igual forma, los accionistas pueden exhibir un comportamiento oportunista y llevar a cabo la transferencia de riqueza a sí mismos a expensas de los otros inversores de capital o fondos. Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) mencionan que esta extracción de beneficios por parte de los accionistas puede revestir distintas formas. Así, por ejemplo, los accionistas pueden presionar a la administración para que emprenda proyectos que impliquen un mayor riesgo o pueden demandar mayores

CAPÍTULO 3: Planteamiento de hipótesis

dividendos. Todas estas acciones redundan en una disminución del valor esperado de los flujos de caja y los *bondholders* y *debtholders* soportarían un mayor riesgo que el estipulado en las cláusulas de los contratos.

Los mecanismos de gobierno corporativo se han convertido en factores críticos y fundamentales que determinan, de manera paralela, la forma como las entidades gestionan sus activos y la manera en cómo controlan y encaran el riesgo (Fitch Ratings, 2004). En efecto, la literatura ha demostrado que las buenas prácticas de gobierno corporativo ayudan a mejorar los resultados de las empresas, incrementando su valor y procurando un beneficio más equitativo a los diferentes *stakeholders* – accionistas, acreedores y *debtholders*- (Aldamen y Duncan, 2012; Frantz e Instefjord, 2013; Lima y Sanvicente, 2013; Paige Fields *et al.*, 2012). En tal sentido, dichas prácticas contribuyen a una asignación más eficiente de los recursos financieros y favorecen una cultura de transparencia en todos los sentidos, en la información generada, en las actividades realizadas, en los proyectos emprendidos, en los rendimientos obtenidos, y, por ende, en el riesgo asumido (Elbanann, 2009; Younas *et al.*, 2011). Por el contrario, cuando la empresa no ha incorporado buenas prácticas de gobierno, o están aplicadas ineficientemente, la entidad experimenta una asignación ineficiente de los recursos financieros a costa de los diversos *stakeholders*, muy especialmente a expensas de los proveedores de capital y de fondos. Esta situación de debilidad financiera y de falta de control incrementa el riesgo de la empresa, lo que a su vez puede generar deterioro y hasta la pérdida de su credibilidad financiera (Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2006; Bhojraj y Sengupta, 2003; Klock *et al.*, 2005; Weber, 2006).

Dado lo anterior, se puede considerar que las prácticas de gobierno corporativo tienen un efecto en los rendimientos que los inversores obtienen de su capital y en el riesgo financiero que asumen y, por consiguiente, pueden afectar a los *ratings* de crédito que las agencias de calificación crediticia otorgan a los emisores y a sus emisiones. Especialmente reveladores del efecto y de la importancia de un buen gobierno corporativo son tanto los escándalos financieros de alto perfil ocurridos en las últimas décadas como las recientes crisis financieras internacionales. En esta línea, la literatura ha investigado y demostrado la relación existente entre el gobierno corporativo y la eficiencia de la empresa (Cashman *et al.*, 2012; Chou *et al.*, 2013; Goergen *et al.*, 2013). De manera general, las investigaciones han demostrado que la

CAPÍTULO 3: Planteamiento de hipótesis

tendencia de dicha relación es positiva. Y, aunque la mayoría de estos trabajos se ha centrado en el riesgo financiero asumido por los accionistas, tanto mayoritarios como minoritarios, un cuerpo creciente de investigación comienza a abordar el tema del riesgo asumido por los acreedores y *debtholders* (John *et al.*, 2008; King y Wen, 2011; Nakano y Nguyen, 2012).

Así, por ejemplo, Bhojraj y Sengupta (2003) exploran los efectos del gobierno corporativo en los *ratings* de deuda y el coste de los recursos ajenos, proporcionando evidencia de una relación positiva entre los mecanismos de gobierno y los *ratings* de bonos, y una relación negativa con el rendimiento de los bonos. Los autores afirman que los mecanismos de gobierno mitigan los potenciales conflictos de intereses entre la administración y los proveedores de capital mediante el control efectivo de las acciones de los primeros, y, como consecuencia, reducen el riesgo de quiebra. Gracias a la implementación de estos mecanismos, las empresas reducen los costes de agencia, disminuyen la posible expropiación y asignación errónea de los fondos, mejoran la productividad y proveen a la administración de una visión a largo plazo. Todo lo anterior es percibido positivamente por los acreedores.

Igualmente Aivazian *et al.* (2006) destacan un vínculo entre la calidad crediticia de la deuda de las empresas y la política de dividendos, señalando que aquellas firmas cuyas emisiones de bonos han recibido calificación crediticia presentan una probabilidad más elevada de pagar mayores dividendos. Esta probabilidad se incrementa cuando en las empresas crece la rentabilidad y disminuye cuando crece el endeudamiento y aumentan las oportunidades de crecimiento.

Elbannan (2009) realiza un estudio, empleando una muestra de empresas estadounidenses, para conocer si los *ratings* de crédito están asociados con la calidad del control interno, y revela que empresas con baja calidad de sus mecanismos de control interno tienen mayor probabilidad de recibir un *rating* de crédito deficiente. De la misma manera Younas *et al.* (2011) detectan una significativa relación inversa entre la calidad de divulgación de la información corporativa y el riesgo de quiebra, medido a través de los *ratings* de crédito. Según sus resultados, si las empresas quieren obtener una mayor calificación de crédito y reducir el riesgo de impago, deben mejorar la calidad de la información disponible en sus reportes financieros.

CAPÍTULO 3: Planteamiento de hipótesis

Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) y Alali *et al.* (2012) llevan a cabo análisis más directos, usando muestras con empresas de Estados Unidos, de la relación entre el gobierno corporativo y las calificaciones crediticias. La diferencia entre ambos estudios radica en que los primeros analizan de manera individual el efecto de los distintos mecanismos de gobierno corporativo, tales como la estructura de propiedad y el consejo de administración, y los segundos miden el gobierno corporativo a través de tres índices: el Gov-score de Brown y Caylor (2006), el índice de Gomper (G-Score) (Gompers *et al.*, 2003) y la puntuación de atrincheramiento de Bebchuk, Cohen y Ferrel (2009). Ambos trabajos coinciden en que las prácticas de buen gobierno mantienen una relación estrecha y positiva con las calificaciones crediticias. En particular Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) encuentran que una empresa que presente las características deseables de gobierno para sus acreedores, tiene una probabilidad mayor de obtener un *rating* de crédito en grado de inversión, lo que se puede traducir en menores costes de endeudamiento.

En definitiva la literatura previa ha dejado patente que el buen gobierno corporativo incide positivamente no sólo en el valor de la empresa y las demandas de los accionistas sino también en otros aspectos financieros vinculados a las demandas de los acreedores y prestamistas, ajustando el coste financiero al riesgo corporativo.

Esta perspectiva resulta de interés dado el efecto ambiguo que, sobre los intereses de los acreedores, pueden tener algunos mecanismos de control corporativo (Fitch Ratings, 2004). Existe la posibilidad que algunos mecanismos de gobierno que benefician a los accionistas tengan una incidencia negativa sobre los acreedores (Jiraporn *et al.*, 2012; John y Senbet, 1998). Abundando en esta idea, Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) señalan que el gobierno corporativo en las empresas puede tener un efecto dual, según el tipo de conflicto de agencia sobre el que actúe. El primer efecto tiene como finalidad disciplinar a la administración en beneficio de todos los *stakeholders*, y por tanto de todos los inversores, y el segundo tiene como consecuencia una redistribución de la riqueza entre todos esos partícipes en la empresa, transfiriendo poder o capacidad de influencia de los accionistas a los acreedores o viceversa.

Además, aún no se ha identificado de manera directa e inequívoca cómo los distintos atributos de gobierno pueden explicar o afectar al proceso de evaluación de la

CAPÍTULO 3: Planteamiento de hipótesis

calidad crediticia de las empresas. Es decir, no se conoce con exactitud cómo se refleja el buen gobierno en la valoración acerca de si una empresa cumplirá o no con sus compromisos financieros. Teniendo en cuenta que la información que los acreedores buscan está resumida en los *ratings* de crédito que las agencias calificadoras otorgan a los emisores es interesante profundizar en la manera como actúan ciertos factores de gobierno, lo que permitirá conocer las prácticas de gobierno más relevantes para las agencias calificadoras.

Este es el objetivo planteado en este trabajo: analizar cómo diferentes mecanismos de gobierno influyen en los *ratings* de crédito y, por tanto, conocer como esos mecanismos modelan los conflictos de agencia entre los distintos inversores en la empresa dada la distinta participación de estos últimos en el riesgo corporativo.

3.3 Hipótesis

En el marco definido anteriormente, resulta procedente en este momento seleccionar los mecanismos de gobierno que serán objeto de atención. Como ya ha quedado patente en el capítulo anterior, los mecanismos de gobierno ampliamente destacados por la literatura son el consejo de administración y la estructura de propiedad (Adams *et al.*, 2010; Dalton y Dalton, 2011; Denis, 2001; Huse *et al.*, 2011).

Por este motivo, las hipótesis que a continuación se mencionarán hacen referencia al consejo de administración y la estructura de propiedad. Por lo que se refiere al primero de ellos, las características que analizaremos serán su tamaño, su independencia, la estructura de liderazgo (dualidad director general-presidente) y la diversidad de género. En cuanto a la estructura de propiedad, se estudiará la influencia de la concentración de la propiedad, la contestación al control de los principales accionistas y la participación de algunos accionistas relevantes al respecto como son las entidades bancarias.

3.3.1 El consejo de administración y las calificaciones de crédito

El papel del consejo de administración como mecanismo eficiente de gobierno corporativo queda fuera de toda cuestión hasta el punto de que ha sido calificado como la cúspide de todos los mecanismos (Jensen, 1993). Sin embargo, su función generalmente ha estado ligada a los intereses de los accionistas, siendo su influencia sobre otros inversores un tema al que se le ha dedicado menos atención hasta fechas recientes (Chen, 2012; Paige Fields *et al.*, 2012; Setia Atmaja *et al.*, 2009). Así, el consejo de administración se convierte en elemento clave para asegurar los intereses de la totalidad de los inversores, no sólo vigilando las actividades y decisiones de la gerencia sino controlando, además, que las decisiones apoyadas por los accionistas no repercutan negativamente en los acreedores.

3.3.1.1 Tamaño del consejo de administración

Las investigaciones acerca de esta cuestión han tratado de determinar el tamaño ideal para que el consejo pueda desarrollar sus actividades en un ambiente que permita, de manera simultánea, el consenso y el debate y, como resultado, tome decisiones óptimas y estrategias adecuadas en beneficio de todos los *stakeholders* de la compañía. Además, actualmente, los consejos deben hacer frente a un entorno altamente competitivo y a un escenario en continuo cambio, puesto que las empresas que cotizan en bolsa operan en un mercado internacional (Andrés y Valledado, 2008).

En este sentido, cabe esperar que un mayor número de miembros en el consejo facilite la supervisión directiva y la incorporación del suficiente capital humano (Dalton y Dalton, 2005; Duchin *et al.*, 2010; Jackling y Johl, 2009; Kiel y Nicholson, 2003; Kim y Cannella, 2008; Shukeri *et al.*, 2012). Así mismo, un consejo grande permite mantener relaciones abundantes con el exterior, lo que se traduce en una mayor exposición en los mercados y en un más amplio acceso a diferentes recursos tanto financieros como estratégicos (Jackling y Johl, 2009) y a información crítica (Dalton y Dalton, 2005). Sin embargo, son numerosos los detractores de los consejos grandes y prolífica la literatura en este sentido. Entre las ventajas de los consejos pequeños se destacan una mayor eficacia en su toma de decisiones, mejor comunicación y coordinación, mayor participación de sus miembros y eliminación del problema de *free rider*. Todas estas cualidades desaparecen o se ven afectadas cuando los consejos

CAPÍTULO 3: Planteamiento de hipótesis

crecen (Andrés *et al.*, 2005; Bennedsen *et al.*, 2008; Eisenberg *et al.*, 1998; Eklundi *et al.*, 2009; Forbes y Milliken, 1999; Hermalin y Weisbach, 2003; John y Senbet, 1998; Yermack, 1996).

Relacionando los puntos anteriores con el tema que atañe a este trabajo, se podría esperar que el efecto de un mayor número de consejeros sea una reducción en el riesgo crediticio y en una mejora de la calidad de crédito de la empresa, lo que incrementa la posibilidad de obtener un *rating* superior. Anderson *et al.* (2004) lo confirman encontrando una relación inversa entre el coste de la deuda y el tamaño del consejo. Sin embargo también cabría suponer que si el consejo supera el número de miembros en equilibrio y necesario para lograr buenos resultados, su influencia podría tonarse negativa o desaparecer, repercutiendo en la calidad crediticia de la empresa. Por consiguiente la relación entre el tamaño del consejo de administración y los *ratings* de crédito podría ser de carácter no lineal (Andrés y Vallelado, 2008; Coles *et al.*, 2008), así la hipótesis sobre el tamaño del consejo se expone de la siguiente manera:

H1: El tamaño del consejo de administración tiene un efecto no lineal en forma de U invertida sobre la calificación crediticia, combinando una influencia inicial positiva que, alcanzado un determinado umbral, se transforma en negativa.

3.3.1.2 Independencia en el consejo de administración

La segunda característica del consejo de administración que concierne a este trabajo es la independencia. Este rasgo hace referencia a la habilidad del consejo para desarrollar una supervisión más imparcial de las actividades desempeñadas por la administración, lo cual beneficia a todos los proveedores de capital y de fondos debido a que estos diferentes *stakeholders* comparten el interés común de disciplinar a la administración e incrementar el valor de la empresa. La independencia ha sido además el elemento del consejo más extensamente analizado en la literatura y, al mismo tiempo, también ha sido origen de controversia cuando se ha tratado de determinar el carácter independiente de un consejero (Hwang y Kim, 2009; Johnson *et al.*, 1996). La investigación previa muestra, de manera general, contundencia en el beneficio que proporciona la presencia de consejeros independientes en los resultados de la empresa o en el valor de la misma (Anderson y Reeb, 2004; Bonn, 2004; Jackling y Johl, 2009; Kumar y Singh, 2012; Perry y Shivdasani, 2005; Rhoades *et al.*,

CAPÍTULO 3: Planteamiento de hipótesis

2000; Shleifer y Vishny, 1997). Este mejor rendimiento o valor de la empresa, resultado de una mayor independencia en sus consejos, beneficia a todos los *stakeholders* y supone una mejor posición financiera de la empresa dentro del mercado, lo que conduciría a *ratings* de crédito más elevados. No obstante las aportaciones anteriores, existe también literatura que siembra dudas sobre la influencia de los consejeros independientes (Andrés *et al.*, 2005; Bhagat y Black, 2002; Coles *et al.*, 2001; Dalton y Dalton, 2005; Dulewicz y Herbert, 2004; Hermalin y Weisbach, 2003; John y Senbet, 1998) o incluso plantea el efecto contrario (Adams y Ferreira, 2007; Coles *et al.*, 2001; Erickson *et al.*, 2005; Shukeri *et al.*, 2012; Weir y Laing, 2001; Yermack, 1996).

No debe perderse de vista los intereses de los acreedores, cuya preocupación principal es la capacidad financiera de las empresas reflejada en su información contable-financiera. Cobra importancia, por tanto, la influencia de los consejeros independientes en el control interno de la empresa (Elbannan, 2009) y en la integridad de su proceso contable financiero (Anderson *et al.*, 2004; Liu y Wang, 2011; Wang, 2011).

Así, Chen y Jaggi (2000) evidencian una mayor y más completa divulgación de la información financiera en condiciones de mayor independencia en los consejos; Klein (2002) documenta una relación negativa entre los ajustes por devengo anormales y la independencia de los consejos; Anderson *et al.* (2004) encuentran una relación inversa de los consejeros independientes con el coste de la deuda. Más recientemente han surgido estudios que examinan la relación entre los consejeros independientes y el riesgo de crédito de las empresas. Bhojraj y Sengupta (2003) postulan que en las empresas con una mayor proporción de consejeros externos, tanto el riesgo de discrecionalidad directiva como la posible transferencia de riqueza entre acreedores y accionistas son menores. Estos autores encuentran que las empresas que cuentan con un mayor porcentaje de consejeros no ejecutivos disfrutan de menor coste de los bonos y mayores *ratings* en las nuevas emisiones de bonos. De la misma manera Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) analizan diferentes atributos de gobierno y encuentran, en una muestra de empresas estadounidenses, que las calificaciones de crédito de *Standard and Poor's* mantienen una relación positiva con el grado de transparencia financiera y con la independencia del consejo de administración.

CAPÍTULO 3: Planteamiento de hipótesis

Por otro lado, Chen (2013) documenta una relación no lineal entre los *ratings* de crédito y la proporción de consejeros independientes, demostrando que las calificaciones mejoran con un incremento en la independencia del consejo de administración pero sólo cuando el nivel de independencia es bajo. Esto sugiere que la independencia del consejo puede tanto exacerbar como reducir el riesgo de crédito de una empresa; todo depende del nivel de independencia. Los consejeros externos independientes no necesariamente cuentan con la experiencia necesaria y específica de la empresa y del sector, aumentan el coste de adquirir información para que puedan cumplir con su tarea de supervisión, reducen la calidad en el asesoramiento y pueden incrementar los costes de deuda de agencia especialmente cuando las empresas enfrentan problemas financieros (Andrés y Rodríguez Sanz, 2011). En esta misma línea, Jiraporn *et al.* (2012) revelan que un gobierno corporativo más fuerte (caracterizado, entre varios elementos, por la independencia de su consejo) está asociado con un mayor coste de deuda y un menor rating de crédito, lo que parece exacerbar el conflicto de agencia entre accionistas y acreedores. Así mismo Chiang (2011) analiza el efecto que sobre los *ratings* de crédito tienen tres rasgos de los consejeros independientes: su capacidad académica (conocimientos legales, contables, financieros, etc.), su experiencia profesional (puestos ocupados como consejero en otros consejos) y su competencia (permanencia en el consejo de la misma empresa). Este autor descubre que esta última característica es la única que beneficia a los *ratings* de crédito, contradiciendo de esta manera lo estipulado en los códigos de buen gobierno que destacan la importancia de contar con mayores conocimientos legales y financieros y la necesidad de marcar un número límite de años para señalar a un consejero como independiente.

Hay que destacar que casi todos los códigos de buen gobierno y las agencias de calificación de crédito reconocen el mejor control ejercido por los consejeros independientes en comparación con otro tipo de integrantes del consejo de administración (Fitch Ratings, 2012; Moody's, 2004; Standard & Poor's, 2002). En tal sentido *Fitch Ratings* (2012) señala la falta de miembros independientes en el consejo y en el comité de auditoría como una de las características que probablemente tengan un impacto negativo en los *ratings*. Igualmente *Moody's* (2004) revela que uno de los diez puntos fuertes de gobierno es el nivel alto o un fuerte incremento en el nivel de independencia en el consejo. Por último *Standard and Poor's* (2002) señala que los consejos en las denominadas empresas responsables incluyen una base sólida de

consejeros externos independientes que velan por los intereses de todos los *stakeholders*.

En definitiva, a pesar de la falta de unanimidad al respecto, existe una inclinación a pensar que una mayor proporción de consejeros independientes dentro del consejo de administración equilibra el riesgo de crédito que enfrentan los inversores y acreedores. Por tal motivo planteamos la siguiente hipótesis:

H2: La independencia del consejo de administración tiene un efecto positivo en la calificación crediticia.

3.3.1.3 Dualidad director general-presidente en el consejo de administración

Una cuestión derivada de la necesidad de una mayor independencia en los consejos de administración es la separación de las funciones que desempeñan el presidente del consejo y el director general de la empresa. Ambos cargos, teóricamente responden a motivaciones contrapuestas pues, mientras uno realiza actividades de control el otro es la parte supervisada. El director general posee un mayor conocimiento específico de la empresa y del sector, y tiene en sus manos la información que los consejos necesitan para que puedan supervisar su labor. Pero, por otro lado, el presidente del consejo suele ser la persona que determina la agenda a seguir dentro de las reuniones y quien suele tener el voto decisivo en las resoluciones de envergadura. Por ello los consejos que mantienen una dualidad (director general-presidente) en su estructura pueden ser menos independientes, lo que repercutiría nocivamente en la calidad crediticia de la empresa.

La literatura sin embargo no es unánime respecto a este posible efecto perjudicial en la eficiencia de la empresa de la dualidad de cargos, pudiéndose citar algunas investigaciones que no encuentran diferencias entre las empresas en las que no hay separación de ambos cargos y aquellas empresas en las que dicha separación existe (Daily, 1995; Daily y Dalton, 1997; Dalton *et al.*, 1998; Dalton y Dalton, 2005; Dalton y Dalton, 2011; Huse *et al.*, 2011; Jackling y Johl, 2009; Schmid y Zimmermann, 2008; Shukeri *et al.*, 2012).

En contraposición, Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) evidencian una relación inversa de los *ratings* de crédito con el poder que el director general posee en los consejos.

CAPÍTULO 3: Planteamiento de hipótesis

Este poder lo han medido no sólo a través de la dualidad, sino también considerando el número de comités en los que el director general participa dentro del consejo. En la misma línea Lagner y Knyphausen-Aufseß (2012) mencionan que el poder del principal directivo impacta negativamente en la calificación crediticia debido a que la concentración de poder y control en los altos mandos de la organización disuelve el sistema de controles y contrapesos que impide el riesgo moral, causando un posible incumplimiento en los pagos de deuda.

Las agencias de calificación de crédito también han dado a conocer su punto de vista respecto a esta dualidad en las empresas. *Moody's* (2004) contempla al acto de nombrar como presidente a un consejero no ejecutivo como un paso positivo para fortalecer la independencia del consejo. En uno de sus estudios, llevado a cabo en Canadá y Estados Unidos, documenta que en empresas donde ambas funciones están divididas, se constata una mayor responsabilidad ante el consejo del director general, y una mayor libertad de este para centrarse en los aspectos estratégicos. Igualmente, algunos códigos de buenas prácticas de gobierno corporativo subrayan la trascendencia de evitar concentrar los dos puestos más importantes de una compañía en una sola persona, como es el caso de los códigos de países como Austria (2015), Bélgica (2009), Finlandia (2010), Francia (2014), Luxemburgo (2013), Noruega (2014), Países Bajos (2008), Reino Unido (2014) y Suecia (2010).¹

Por consiguiente, el debate sobre la conveniencia de separar los papeles del presidente del consejo y de director general está aún abierto y, por tanto, ofrece tanto ventajas como inconvenientes, por ello el efecto que podría tener sobre los *ratings* de crédito es un tanto confuso. Sin embargo, considerando el hecho de que el consejo pierde independencia y una sola persona asume un mayor control de la información con el consabido incremento del riesgo moral se formula la hipótesis:

H3: La coincidencia de los cargos de presidente del consejo de administración y de director general de la empresa tiene un efecto negativo en las calificaciones crediticias.

¹ Los códigos de gobierno corporativo se encuentran referidos al final de las referencias bibliográficas ordenados alfabéticamente por país.

3.3.1.4 Diversidad de género en el consejo de administración

El cuarto y último rasgo a analizar en este apartado es la diversidad del consejo de administración, en este caso, desde el punto de vista de una mayor inclusión de mujeres dentro de los consejos. En las últimas décadas este tema ha sido objeto de considerable interés en la literatura de gobierno corporativo analizándose si la diversidad (en términos de género, edad, antecedentes étnicos, educación, nacionalidad, etc.) puede proporcionar un perfil más completo de competencias, lo que podría aumentar la eficiencia de la empresa. Mientras la diversidad, como ya se ha mencionado, no se define solamente en términos de género, una parte importante de la literatura se ha centrado en este tema, tal vez por motivos de índole sociológica, política o ideológica (Adams y Ferreira, 2009; Ahern y Dittmar, 2012; Carrasco Gallego *et al.*, 2011; Grosvold y Brammer, 2011; Nielsen y Huse, 2010; Terjesen *et al.*, 2009).

Carter *et al.* (2010) señala que el fenómeno de la diversidad de género en los consejos de administración se puede tratar desde dos puntos de vista. El primero sostiene que las mujeres competentes y con características de importancia para la empresa merecen las mismas oportunidades que los hombres para formar parte de los consejos de administración y en la alta dirección. Desde esa perspectiva, el carácter masculino o femenino de un consejero sería una cuestión irrelevante y quedaría eclipsada por sus competencias y conocimientos. La segunda perspectiva subraya que, en igualdad de condiciones, la discriminación positiva en favor de un tipo de consejeros responde principalmente a cuestiones de políticas públicas.

La literatura ha evidenciado que las mujeres están igualmente cualificadas que los hombres por su nivel de educación, experiencia profesional, conocimientos, etc. (van der Walt e Ingley, 2003; Terjesen *et al.*, 2009). El interés entonces se centra en conocer si su participación en el consejo tiene un valor añadido para la empresa en comparación con los consejeros varones. Adams y Ferreira (2009), empleando una muestra de empresas estadounidenses, encuentran que los consejos con mayor diversidad de género dedican un mayor esfuerzo al control de la administración, pero también evidencian un efecto promedio negativo entre la proporción de mujeres en el consejo y la Q de Tobin. Por su parte, Carter *et al.* (2003) y Campbell y Mínguez-Vera (2008) detectan una relación positiva entre la fracción de mujeres en el consejo y la Q de Tobin en las empresas de Fortune 1000 y las empresas españolas,

CAPÍTULO 3: Planteamiento de hipótesis

respectivamente. Eklundi *et al.* (2009) constatan la mayor presencia femenina en los consejos de administración suecos, y hallan un efecto pequeño pero negativo de la diversidad de género en el rendimiento de la inversión, resultados opuestos a los ofrecidos por Bonn (2004) en empresas australianas. Igualmente Erhardt *et al.* (2003) revela una relación positiva y significativa entre la diversidad del consejo (tanto de género como diversidad étnica) y el rendimiento de las empresas estadounidenses.

No faltan trabajos que no encuentran una asociación significativa entre la eficiencia de la empresa y la presencia de mujeres en sus consejos (Carter *et al.*, 2010). Se trata de una evidencia documentada en diversos países como Dinamarca (Rose, 2007), Malasia (Shukeri *et al.*, 2012), Estados Unidos (Farrell y Hersch, 2005), España (Gallego-Álvarez *et al.*, 2010) y Nueva Zelanda (Van der Walt *et al.*, 2006). Para Smith *et al.* (2006) la conclusión es ambigua y depende tanto de la medida de rendimiento como de la procedencia de las consejeras.

Es importante destacar que actualmente la mayoría de los códigos de buen gobierno han recomendado la inclusión de un mayor número de mujeres en los consejos de administración (Alemania, 2014; Austria, 2015; Bélgica, 2009; Dinamarca, 2014; España, 2013; Finlandia, 2010; Francia, 2014; Italia, 2014; Luxemburgo, 2013; Noruega, 2014; Países Bajos, 2008; Portugal, 2013; Reino Unido, 2014; Suecia, 2010 y Suiza, 2014). En este sentido y considerando que las mujeres poseen una capacitación análoga a la de los consejeros varones y que aportan perspectivas diferentes a ellos, cabe pensar que su presencia en los consejos de administración incorporaría una consideración más amplia de los inversores y una diferente actitud frente al riesgo de la empresa. Por ello formulamos la siguiente hipótesis:

H4: La proporción de mujeres en el consejo de administración tiene un efecto positivo en las calificaciones crediticias.

3.3.2 La estructura de propiedad y las calificaciones de crédito

Abordamos en este punto la repercusión de diferentes rasgos de la estructura de propiedad en la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones financieras y, por tanto, valorar si este mecanismo puede preservar los intereses de

los acreedores. Esta perspectiva resulta de interés porque una determinada configuración de la propiedad corporativa puede beneficiar los rendimientos que los accionistas reciben pero redundar en detrimento de otros aportantes de recursos financieros como son los acreedores o los suscriptores de bonos.

Las hipótesis cubren tres aspectos de la estructura de propiedad: la concentración de la propiedad, la contestación al control y la presencia bancaria entre los accionistas.

3.3.2.1 Concentración de la propiedad

En líneas generales se constata una mayor dispersión en la propiedad de las empresas anglosajonas que en las de otras zonas del mundo como Europa Continental, América Latina y el Este de Asia (Barca y Becht, 2001; Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002; Faccio *et al.*, 2001; Franks y Mayer, 2001; Franks *et al.*, 2009; La Porta *et al.*, 1999). De esta manera el problema tradicional de agencia derivado de la separación entre la propiedad y control, característico en los países de propiedad dispersa, se convierte en los países de propiedad concentrada en un conflicto de agencia que nace entre los propios accionistas, mayoritarios y minoritarios, y entre estos y otros proveedores de fondos como son los acreedores (Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2006; Faccio *et al.*, 2001; King y Wen, 2011; Klock *et al.*, 2005; Konijn *et al.*, 2011; La Porta *et al.*, 1999).

En estas condiciones, la concentración de la propiedad adquiere un efecto dual ya sea positivo o de alineación ya sea negativo o de atrincheramiento (Bennedsen y Nielsen, 2010; Claessens *et al.*, 2002; Hu y Izumida, 2008; Morck *et al.*, 1988; Morck *et al.*, 2005). Así, la convergencia de intereses y la mayor supervisión directiva derivadas de la concentración de la propiedad puede, alcanzado un cierto límite, conducir al atrincheramiento de los propietarios. Es precisamente este efecto de atrincheramiento el que puede resultar más frecuente en las compañías de propiedad concentrada. En ese sentido, la evidencia sugiere que la repercusión de la concentración de la propiedad en el rendimiento de las empresas está condicionada por la capacidad de los grandes accionistas para controlar de manera eficaz la empresa o, por el contrario, pueden coludirse para compartir los beneficios privados a expensas de los otros accionistas o de los otros *stakeholders* (Nguyen, 2011).

CAPÍTULO 3: Planteamiento de hipótesis

La investigación anterior ha mostrado la propensión de los accionistas hacia proyectos de inversión que impliquen elevados niveles de riesgo (Díez Esteban *et al.*, 2013; Paligorova, 2010). En esas condiciones, la concentración de la propiedad aumenta la capacidad de los accionistas para seleccionar ese tipo de proyectos, lo cual redundará en un mayor riesgo corporativo (Paligorova, 2010; Shleifer y Vishny, 1986).

Este mayor control del accionista o accionistas de referencia, en la medida en que incrementa el riesgo corporativo, puede incidir negativamente en la calidad del crédito de la empresa. *Fitch Ratings* (2004) señala que el aumento del poder derivado de una propiedad más concentrada no coloca necesariamente a los acreedores en una mejor situación dado el posible conflicto de agencia entre accionistas y acreedores, un aumento de riqueza de los primeros puede no llevar aparejado un efecto análogo en los segundos. En consecuencia, proyectos que impliquen elevados niveles de riesgo incrementan la posibilidad de que la empresa incumpla los compromisos financieros contraídos, y de ahí que los acreedores suelen manifestar una mayor aversión al riesgo (John *et al.*, 2008).

En su vertiente negativa, la concentración de la propiedad puede conducir a un efecto de atrincheramiento pues los accionistas dominantes pueden tratar de prevalerse de su capacidad de control (Bhojraj y Sengupta, 2003; Shleifer y Vishny, 1997; Thomsen, 2005). Un ejemplo claro de este pernicioso efecto es la estructura de propiedad piramidal (Bennedsen y Nielsen, 2010; Claessens *et al.*, 2002; Claessens y Fan; 2002; Morck *et al.*, 2005), en la cual el propietario dominante tiene derechos de *cash flow* limitados pero un elevado grado de control en muchas de las empresas dentro de la pirámide. De esta forma el propietario puede transferir flujos de caja de una empresa a otra dentro de la pirámide (Johnson *et al.*, 2000). Así, podría ordenar a las empresas de capas inferiores que realicen inversiones de alto riesgo, para posteriormente transferir las ganancias a las organizaciones de capas superiores y forzar a que los niveles inferiores absorban cualquier potencial pérdida (John *et al.*, 2008). Este *tunneling* estimula, en consecuencia, un mayor riesgo dentro del grupo de negocio. Existen otras prácticas encaminadas a ampliar su capacidad de control que los accionistas mayoritarios pueden emprender como las acciones de clase dual, las participaciones cruzadas, etc. Boubakri y Ghouma (2010) encuentran fuerte evidencia

de que la propiedad final tiene un efecto negativo y significativo en las calificaciones de los bonos.

De resultas de la anterior discusión y dada la posible divergencia de intereses entre accionistas y acreedores, consideramos que una mayor concentración de la propiedad favorece los intereses de los primeros y, tal vez, pueda perjudicar los intereses de los segundos. En consecuencia, formulamos nuestra quinta hipótesis en los siguientes términos:

H5: La concentración de la propiedad de la empresa tiene un efecto negativo en la calificación crediticia.

3.3.2.2 Contestación al poder del principal accionista

El siguiente elemento de la estructura de la propiedad a estudiar, parcialmente relacionado con la concentración de la propiedad, es la distribución de poder entre los accionistas o, en otros términos, como los accionistas distintos del principal o mayoritario pueden secundar o contestar las decisiones tomadas por este. Si se tiene en cuenta lo señalado en la hipótesis anterior con respecto a la posible influencia negativa de la concentración de la propiedad en la calidad crediticia de la empresa, se podría asumir que la existencia de otros accionistas significativos que limiten el control del propietario principal y recorten su margen de actuación discrecional debería influir positivamente en la calificación de crédito.

López-de-Foronda *et al.* (2007) sugieren que la presencia de uno o más *blockholders* de referencia puede tener dos efectos: de coalición o de control. El primero se refiere al hecho de que los accionistas de referencia pueden coludirse con el accionista mayoritario para participar en la extracción de beneficios privados. Esta circunstancia resulta nociva para los inversores y, por tanto, podría perjudicar la calidad de crédito de la compañía. Por otro lado, el efecto de control sugiere que los accionistas de referencia suponen un freno al comportamiento discrecional del principal, reduciendo la expropiación de beneficios y mejorando el valor de la empresa. Este control compartido favorece no sólo a los diferentes accionistas sino también a los otros *stakeholders*, lo que podría ser bien visto por las agencias calificadoras.

CAPÍTULO 3: Planteamiento de hipótesis

La literatura proporciona evidencia variada. Así, Bennedsen y Wolfenzon (2000) demuestran que el propietario principal obliga a los otros accionistas a formar coaliciones, afirmando que esta forma de actuar mejora la eficiencia de la firma. Attig *et al.* (2009), encuentran que la presencia, número y tamaño de varios grandes accionistas aumentan el valor de las empresas de nueve países del Este asiático. Además, añadir un accionista grande a la estructura de propiedad de la empresa e incrementar la contestación al poder del accionista dominante por parte del segundo accionista mejora el valor de la compañía.

Gomes y Novaes (2005) apuntan los inconvenientes de las estructuras complejas de varios grandes accionistas pues las negociaciones entre los accionistas pueden conducir a una cierta parálisis corporativa, retrasando las decisiones de inversión. Maury y Pajuste (2005) usan un panel de empresas finlandesas para confirmar que el valor de la empresa mejora cuando existe una distribución más igualitaria de los derechos de voto entre los grandes *blockholders* y empeora cuando el accionista más grande sostiene más derechos de voto que de propiedad. Sus resultados sugieren que la contestación al poder del mayor accionista principal puede limitar sus actividades de expropiación. Jara-Bertin y López-Iturriaga (2011) encuentran que la contestabilidad al control mejora la transparencia de los estados financieros y afirman que compartir el control entre varios accionistas de referencia es una solución de equilibrio entre la falta de control que puede surgir en estructuras de propiedad dispersa y el comportamiento discrecional típico en empresas con un sólo accionista controlador. Este efecto puede ser especialmente pronunciado en las empresas de propiedad familiar (Jara-Bertin *et al.*, 2008; Jara-Bertin *et al.*, 2011; López-de-Foronda *et al.*, 2007).

Como se puede observar la mayoría de los trabajos se pronuncian a favor de un elemento de contrapeso que permita supervisar al accionista dominante (Carvalho, 2012; Mishra, 2011; Paligorova y Xu, 2012; Renders y Gaeremynck, 2012), pudiéndose extender este efecto a los intereses de los acreedores (Fitch Ratings, 2004). Por lo tanto, formulamos la siguiente hipótesis:

H6: La contestación al poder del principal accionista tiene un efecto positivo en la calificación crediticia.

3.3.2.3 Propiedad de los bancos

Finalizamos la enumeración de nuestras hipótesis en esta sección con el estudio del efecto de la participación bancaria en la propiedad de la empresa. Su importancia radica en que los bancos, al participar en el capital de la organización, se convierten simultáneamente en accionistas y acreedores. Este doble papel de los bancos modifica las relaciones de agencia entre ambos grupos de inversores (Tejerina-Gaite, 2006).

La forma predominante de financiación ajena en la mayor parte de los países es la deuda de procedencia bancaria, especialmente en las empresas pequeñas y medianas, aunque también en las grandes empresas en algunos países como Alemania y Japón. Esto origina un amplio debate sobre el papel de los bancos como acreedores. Así, por un lado, gracias a que cuenta con información privilegiada, el banco puede extraer beneficios cuando la compañía necesite más financiación. Esta expectativa de extracción reduce los incentivos de la empresa para generar ganancias y conduce a inversiones menos eficientes (Mahrt-Smith, 2006). Sin embargo, por otra parte, la labor de supervisión y control que el banco puede realizar permite superar los problemas de información asimétrica e incentivos, reducir las restricciones de acceso al crédito y mejorar en general el rendimiento de la empresa prestataria (Castelli *et al.*, 2012).

Pero la conducta del banco y su relación con la empresa como proveedor de fondos pueden cambiar cuando, además, se torna partícipe del patrimonio de la firma prestataria. Mahrt-Smith (2006) demuestra que la relación crediticia es mejor cuando el banco posee una combinación de deuda y capital. De esta manera se reduce significativamente el efecto negativo de la extracción de ganancias y se mejoran las cláusulas de futuros créditos proporcionando a la empresa incentivos para acometer proyectos de crecimiento. Boubakri y Ghouma (2010), usando una muestra de compañías de países de Europa y del Este de Asia, evidencian que el control en manos de empresas financieras tiene un efecto positivo en los *ratings* de bonos, aunque los inversores europeos parecen considerar el control amplio de estas instituciones como un potencial riesgo de expropiación.

Otros autores como Thomsen y Pedersen (2000) señalan que las empresas poseídas principalmente por bancos disfrutan de un mayor acceso al capital, mayor

CAPÍTULO 3: Planteamiento de hipótesis

información y una gama más amplia de servicios bancarios. Morck *et al.* (2000) documentan una influencia no lineal de la propiedad bancaria sobre el valor de la empresa, con un tramo inicialmente negativo que se torna positivo una vez superado un cierto umbral. Berger *et al.* (2008) muestran que compañías indias más transparentes tienen mayor participación de bancos extranjeros. Igualmente, Marshall *et al.* (2014) constatan que los bancos ejercen una fuerte supervisión directiva y son determinantes en su sucesión. De esta manera, los precios de las acciones tienden a subir cuando el cambio del director general se hace bajo supervisión bancaria. También González Méndez (2009) evidencia que la propiedad de los bancos se asocia positivamente con el poder informativo de los beneficios, siendo coherente con el papel de los bancos como accionistas que controlan activamente el rendimiento de la empresa. Por otro lado, García-Meca y Sánchez-Ballesta (2011) no encuentran ninguna relación entre el rendimiento de la compañía y la propiedad bancaria en España.

Por lo que se refiere a la asunción de riesgo corporativo, Arora (2013) menciona que la propiedad de los bancos no afecta la toma de esas decisiones, mientras que Nguyen (2011) defiende que las empresas controladas por bancos presentan menos riesgo específico. También Maury y Pajuste (2005) destacan este comportamiento más cauto de los bancos, apoyando los proyectos que no impliquen un elevado riesgo.

En consecuencia, cabe suponer que las agencias de calificación ven con buenos ojos la participación de los bancos en la propiedad, dada su aversión al riesgo y, por tanto, su tarea de control del riesgo corporativo. Por lo tanto, nuestra hipótesis se puede establecer en los siguientes términos:

H7: La participación bancaria en la propiedad de la empresa tiene un efecto positivo en la calificación crediticia.

3.3.3 Tradición legal y las calificaciones de crédito

El marco institucional y legal en cualquier investigación de carácter internacional es un factor clave para analizar tanto el comportamiento y desarrollo de las empresas como de los mercados de capitales. A pesar de que los sistemas financieros y legales

CAPÍTULO 3: Planteamiento de hipótesis

de cada país no son realidades estáticas sino que han ido evolucionando, hay unas bases institucionales y legales que constituyen sus antecedentes y explican la configuración actual. En este sentido, el trabajo de La Porta *et al.* (1997, 1998, 1999 y 2000) ha tenido una gran repercusión en la literatura porque proporciona las herramientas para comparar los marcos institucionales entre países y estudiar sus efectos en una serie de dimensiones, como son el efecto sobre la financiación externa, el reparto de dividendos, la valoración y la inversión de las empresas. Este enfoque jurídico de las finanzas confirma que los sistemas financieros difieren en función del país de que se trate debido a su tradición legal. Así, los problemas de gobierno que aquejan a las empresas de un determinado país pueden no necesariamente coincidir con los que se desarrollan en otro y, por tanto, las soluciones que se proponen para un ámbito específico pueden no ser las óptimas para otro.

Como se ha mencionado en el capítulo anterior, las dos grandes tradiciones legales existentes son la ley común o *common law*, observada en países anglosajones, y la ley civil o *civil law*, encontrada en la mayor parte del resto del mundo. La primera, la tradición de ley común, proporcionó las bases que concedieron mayor seguridad a las transacciones económicas y mayor protección a las actividades inversoras, de manera que, bajo este enfoque, se impulsó y facilitó la participación de las compañías en los mercados de capitales. En consecuencia el sistema económico progresó fundamentado en un crecimiento amplio de los mercados financieros cuyo desarrollo, precisamente, ha estado estimulado bajo esta fuerte protección legal, y que, como resultado, ha dado lugar a que la estructura de propiedad de tales empresas sea, en términos generales, más dispersa. Por otro lado, la tradición legal civil ha quedado caracterizada por una pobre protección a los derechos de los inversores, en este caso tanto accionistas, como acreedores y otros prestamistas. Sus mercados de capitales son más pequeños y están menos desarrollados en comparación con los países de ley común (La Porta *et al.*, 1997). Dada la deficiencia de garantías legales, y como respuesta natural a esta precaria situación, los inversores formaron estructuras de propiedad concentrada, fenómeno de concentración del control que ha sido frecuentemente abordado y explicado en la literatura (Barca y Becht, 2001; Claessens *et al.*, 2000; Claessens *et al.*, 2002; Faccio y Lang, 2002; Faccio *et al.*, 2001; Franks y Mayer, 2001; Franks *et al.*, 2009; La Porta *et al.*, 1998 y 1999). Otra característica relevante de este entorno civil es la activa participación del Estado (La Porta *et al.*, 1999).

CAPÍTULO 3: Planteamiento de hipótesis

La diferencia en la protección de los derechos de los inversores también se ha manifestado en disimilitudes en la manera en cómo las empresas obtienen los recursos financieros necesarios para su funcionamiento, crecimiento y desarrollo. En este sentido, en los países de orientación continental son los bancos y otros intermediarios financieros los que destacan como principales fuentes de financiación de las compañías, mientras que las empresas de los países de orientación anglosajona suelen recabar financiación en sus mercados financieros, más desarrollados que los existentes en los países de ley civil.

Dada la asimétrica protección legal de los inversores, parece lógico que el riesgo de las emisiones de deuda se encuentre ligado en cierta medida al entorno en el que opera la empresa, por lo que las características sistémicas pueden influir tanto en la calificación crediticia concedida a las emisiones de deuda individuales como a la otorgada al emisor (Fitch Ratings, 2012). Basándonos en las diferencias entre ambos sistemas cabría suponer, de manera general, que en el sistema anglosajón las agencias de calificación de crédito tienen mayor confianza en el entorno legal, efecto que quedaría enunciado en la siguiente hipótesis:

H8: La pertenencia de una empresa al sistema de ley común debería tener un efecto positivo sobre sus calificaciones crediticias en comparación con la pertenencia al sistema de ley civil.

Aunque la protección legal de los inversores puede desempeñar un papel importante, también se hace preciso reconocer la posible existencia de conflictos de intereses entre los distintos aportantes de recursos financieros a la empresa y, especialmente, la aparición de conflictos de agencia entre accionistas y acreedores (Chava *et al.*, 2010; Morellec *et al.*, 2012). Por consiguiente, un mejor entorno regulatorio podría no traducirse en una mejor calificación crediticia si dicho entorno optara por la protección de los accionistas en detrimento de los derechos e intereses de los acreedores. En consecuencia, nuestra novena hipótesis trata de concretar aún más el efecto del marco institucional y legal centrándolo en la incidencia de la legislación sobre los derechos de los acreedores. En consecuencia, formulamos esa hipótesis en los siguientes términos:

H9: Las empresas en países donde los derechos de los acreedores están más protegidos obtienen mejores calificaciones de crédito.

CAPÍTULO 3: Planteamiento de hipótesis

Como resumen de todo lo anterior, en la Tabla 3 se muestra una sinopsis de las hipótesis formuladas y las relaciones esperadas.

Tabla 3. Relación de hipótesis planteadas en la investigación empírica

N°	Descripción de la hipótesis	Relación
H1	El tamaño del consejo de administración tiene un efecto no lineal en forma de U invertida sobre la calificación crediticia, combinando una influencia inicial positiva que, alcanzado un determinado umbral, se transforma en negativa.	+/-
H2	La independencia del consejo de administración tiene un efecto positivo en la calificación crediticia.	+
H3	La coincidencia de los cargos de presidente del consejo de administración y de director general de la empresa tiene un efecto negativo en las calificaciones crediticias.	-
H4	La proporción de mujeres en el consejo de administración tiene un efecto positivo en las calificaciones crediticias.	+
H5	La concentración de la propiedad de la empresa tiene un efecto negativo en la calificación crediticia.	-
H6	La contestación al poder del principal accionista tiene un efecto positivo en la calificación crediticia.	+
H7	La participación bancaria en la propiedad de la empresa tiene un efecto positivo en la calificación crediticia.	+
H8	La pertenencia de una empresa al sistema de ley común debería tener un efecto positivo sobre sus calificaciones crediticias en comparación con la pertenencia al sistema de ley civil.	+
H9	Las empresas en países donde los derechos de los acreedores están más protegidos obtienen mejores calificaciones de crédito.	+

CAPÍTULO 4: Diseño empírico

CAPÍTULO 4: Diseño empírico

4.1 Fuentes de información y descripción de la muestra

La información recogida y analizada para la conformación de la base de datos empleada en este trabajo procede de la combinación de las siguientes fuentes de información:

- *Moody's Investors Service* y *Standard and Poor's*: para la obtención de las calificaciones de crédito.
- *Spencer Stuart Board Index*: para la recolección de los datos del consejo de administración.
- Base de datos *Thomson ONE Banker*: para recabar la información sobre la estructura de propiedad y datos contable-financieros.
- Informes anuales de las empresas publicados en sus páginas web oficiales: para complementar los datos sobre el consejo de administración y la estructura de propiedad de aquellas empresas a las que les faltaba información.

La selección de la muestra empleada para el contraste de las hipótesis se ha realizado en diferentes fases, procediendo desde la información más restrictiva a aquella que se encuentra más fácilmente disponible. Así, en primer lugar se ha efectuado la búsqueda de los *ratings* de crédito, pues la disponibilidad de dichas calificaciones determina las empresas objeto de estudio. Para ello se recurrió a las páginas web tanto de *Moody's* como de *Standard and Poor's*. La búsqueda se efectuó por país, sector y empresa, y fue necesario revisar el historial completo disponible para cada una de las empresas que tuvieran una calificación de crédito. En segundo lugar, se ha procedido a la recopilación de la información relacionada con el gobierno corporativo y, en una tercera base, se descargaron los datos sobre los estados financieros de las empresas. Como se detalla en la tabla 4, se ha conformado una muestra de 1.522 observaciones para *Moody's* y 1.293 observaciones para *Standard and Poor's*, correspondientes a 254 empresas durante el periodo 2004-2011. Se trata de empresas cotizadas en mercados oficiales y proceden de dieciocho países europeos: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia,

CAPÍTULO 4: Diseño empírico

Irlanda, Italia, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza.

Tabla 4. Ficha técnica de la muestra

Muestra	254 empresas: 208 calificadas por Moody's (1.522 observaciones) y 189 calificadas por Standard and Poor's (1.293 observaciones)
Fuentes	- <i>Moody's Investors Service</i> y <i>Standard and Poor's</i> - <i>Spencer Stuart Board Index</i> - Base de datos <i>Thomson ONE Banker</i> - Informes anuales de las empresas publicados en sus páginas web oficiales
Periodo de estudio	2004 - 2011

Fuente: Elaboración propia

Como ha quedado dicho, las calificaciones crediticias empleadas proceden de *Moody's* y *Standard and Poor's* (S&P), las dos agencias de calificación de mayor tamaño y que, en conjunto, alcanzan una cuota de mercado internacional en torno al 80% (Masciandaro, 2013; Schroeter, 2013). A pesar de la complicación operativa que supone la utilización en paralelo de dos tipos de calificación crediticia, este modo de actuar mejora la consistencia y fiabilidad de nuestros resultados al no hallarse condicionados por las características específicas de una única agencia de calificación. Es importante recordar que estas agencias conceden una calificación de crédito a las empresas y otra calificación a las emisiones de esas empresas, por lo que puede haber divergencias entre ambas calificaciones. Además, puesto que dichas calificaciones pueden ser a largo o a corto plazo, el *rating* utilizado en esta tesis doctoral es el asignado a la empresa en general (emisor) en el largo plazo. En este primer paso se obtuvo información sobre la calificación crediticia emitida por *Moody's* para 876 empresas y emitida por *Standard and Poor's* para 768 empresas. Sin embargo, y nuevamente para mejorar la fiabilidad de los resultados, se exigió que se dispusiera de calificación crediticia de cada empresa durante, al menos, cuatro años consecutivos, lo cual redujo la muestra a 546 compañías calificadas por *Moody's* y 388 por *Standard and Poor's*.

En cuanto a la información sobre los mecanismos de gobierno corporativo, ha de distinguirse aquella correspondiente a la estructura de propiedad (hipótesis 5-7) y la

que hace referencia al consejo de administración (hipótesis 1-4). Los datos sobre identidad de los cinco principales accionistas, naturaleza jurídica, orientación, proporción de acciones poseídas se han obtenido de la base de datos *Thomson ONE*, herramienta de amplia cobertura internacional y que ofrece información homogénea de los anteriores ítems.

Para aquellas empresas de las que se disponía de información sobre la estructura de propiedad se han recabado datos correspondientes a su consejo de administración: número total de consejeros, número de consejeros independientes, número de consejeras y eventual separación de los cargos de presidente del consejo y de director general. Para ello se ha empleado el *Spencer Stuart Board Index* publicado por la consultora *Spencer Stuart*. Si bien estos informes permiten dotar de homogeneidad a la base datos, resultan insuficientes para alcanzar un número adecuado de observaciones pues la consultora no cubre la totalidad de los países ni de las empresas en el período contemplado en este trabajo.

Para llevar a cabo la recolección de los *Board Index*, primero, se descargaron los que se encontraban disponibles en la página web de *Spencer Stuart*. En relación con los que faltaban, se contactó por correo electrónico, fax o teléfono con las diferentes oficinas en Europa de *Spencer Stuart*. Así, se enviaron faxes, y en algunos casos también emails, a las oficinas en Austria, Bélgica, Dinamarca, Francia, Países Bajos y Suiza. De la única oficina que se recibió pronta respuesta fue de Francia. Cabe resaltar que el fax, el único redactado en español, le fue enviado directamente a la directora general de dicha oficina, Ángeles García Poveda, que es española. De esta manera, Vanessa Janselme envió por correo postal dos *Spencer Stuart Board Index* de Francia. Al resto de agencias fue necesario reenviar el fax o email hasta en cinco ocasiones, obteniéndose finalmente respuesta de Austria, Bélgica y Suiza en la que se nos indicaba que no había informes todos los años de estos países. En especial Norbert Friedrich de Suiza proporcionó información sobre otras instituciones que podían suministrar datos en relación a los consejos de administración. Las oficinas de Dinamarca y Países Bajos nunca respondieron. También se contactó por correo electrónico con las oficinas *Spencer Stuart* en Alemania, Italia, España, Suecia y Reino Unido. La oficina de Reino Unido nunca respondió y la responsable de Suecia, Teresa Stohm, confirmó que, a excepción de los años 2010 y 2012 y Suecia en 2008, no había informes de los países nórdicos. Finalmente, *Spencer Stuart* Alemania, con Ms.

CAPÍTULO 4: Diseño empírico

Janina Boyers, Italia, con Chiara Lupo y Daniela Brusca, y España, con Brenda Horán, fueron las sucursales con las que se mantuvo una comunicación más directa a través de llamadas telefónicas y, además, las que más ayuda ofrecieron haciéndonos llegar todos los *Board Index* emitidos de los que todavía no disponíamos. Estas sucursales enviaron vía correo postal o email dichos informes.

Por tanto, la información que se ha obtenido del *Board Index* es la relativa a las empresas de Alemania, España, Italia, Países Bajos y Reino Unido. También se ha obtenido información para las empresas de Austria, Dinamarca, Finlandia, Francia, Noruega y Suecia, si bien de estos últimos sólo se han logrado algunos años del estudio. En estos casos, junto con las empresas de Bélgica, Grecia, Irlanda, Luxemburgo, Polonia, Portugal y Suiza, la información se complementó manualmente a través de la consulta de los informes anuales que publican las empresas en sus páginas web oficiales en las secciones “*Board of Directors*” y/o “*Corporate Governance Report*”. Para ello fue necesario descargar estos informes publicados anualmente por cada empresa durante los ocho años que conforman el período de estudio de esta tesis, o en su defecto, durante los años de los que no se disponía del resto de información de la empresa. Antes de llevar a cabo esta labor, que de antemano se sabía ardua, se enviaron correos electrónicos a otros organismos con la finalidad de obtener la información de manera más sencilla. Por ejemplo se enviaron mensajes a diferentes Bolsas de valores en Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Países Bajos, Irlanda, Luxemburgo, Noruega, Suecia, Suiza y Portugal. En todos estos casos la respuesta fue negativa y Julia Resch (Austria), Andrew Dodsworth (Países Bajos) y Caroline Glodt (Luxemburgo) recomendaron el uso de los informes anuales o contactar directamente a la empresa para solicitar los datos.

La última fase de recopilación de datos consistió en la descarga de la información económico-financiera procedente de los estados financieros suministrados por *Thomson ONE*. A partir de esa información se han definido una serie de variables de control que se explicarán posteriormente.

La conformación final de la muestra incluye datos de 254 empresas en total, 208 de ellas calificadas por *Moody's* con 1.522 observaciones y 189 por *Standard and Poor's* con 1.293 observaciones. De esas 254 empresas, 143 reciben una calificación de crédito de ambas agencias, 65 sólo están evaluadas por *Moody's* y 46 únicamente

por *Standard and Poor's*. En la tabla 5 se puede apreciar la distribución de la muestra por país y por cada una de las agencias calificadoras de crédito.

Tabla 5. Descripción de la muestra por país y por agencia

N°	País	N° de empresas total	Empresas calificadas por Moody's	Empresas calificadas por S&P
1	Austria	7	6	6
2	Bélgica	8	5	7
3	Dinamarca	4	4	1
4	Finlandia	7	7	7
5	Francia	44	27	32
6	Alemania	35	34	29
7	Grecia	1	0	1
8	Irlanda	3	2	2
9	Italia	16	14	12
10	Luxemburgo	5	5	2
11	Países Bajos	20	18	12
12	Noruega	6	6	6
13	Polonia	1	0	1
14	Portugal	4	2	4
15	España	9	7	8
16	Suecia	14	9	13
17	Suiza	13	11	8
18	Reino Unido	57	51	38
Total		254	208	189

La muestra queda conformada por ocho sectores acorde al primer dígito del sistema de nomenclatura comercial internacional de actividades *Standard Industrial Classification* (SIC) mostrado en la tabla 6.

Tabla 6. Descripción de los códigos SIC de actividades

Código SIC	Descripción
01-09	Agricultura, silvicultura, ganadería y pesca
10-14	Minería
15-17	Construcción y contratistas
20-39	Fabricantes
40-49	Transportes, comunicaciones y servicios públicos
50-51	Mayoristas
52-59	Detallistas
60-67	Finanzas, seguros y bienes raíces
70-89	Servicios
91-97	Organismos oficiales
99	Varios

CAPÍTULO 4: Diseño empírico

La distribución de la muestra por sectores se detalla en la tabla 7. Los tres sectores que engloban la mayor parte de las observaciones son el 3 (fabricantes), el 4 (transportes, comunicaciones y servicios públicos) y el 5 (mayoristas). Estos tres sectores juntos integran el 75,98% de las empresas para la muestra en general, el 79,81% de las compañías calificadas por *Moody's* y el 76,72% de las calificadas por *Standard and Poor's*, siendo el sector 4 el que cuenta con el mayor número de empresas tanto en la muestra general como para ambas agencias. Por el contrario, los tres sectores con menos número de observaciones son el 6 (finanzas, seguros y bienes raíces), el 7 y el 8 (ambos sectores de servicios).

Tabla 7. Descripción de la muestra por sector y agencia

Código SIC	N° de empresas total	%	Empresas calificadas por Moody's	%	Empresas calificadas por S&P	%
1	18	7,09%	12	5,77%	12	6,35%
2	57	22,44%	52	25,00%	39	20,63%
3	62	24,41%	51	24,52%	44	23,28%
4	74	29,13%	63	30,29%	62	32,80%
5	18	7,09%	15	7,21%	11	5,82%
6	7	2,76%	1	0,48%	7	3,70%
7	15	5,91%	12	5,77%	12	6,35%
8	3	1,18%	2	0,96%	2	1,06%
Total	254	100%	208	100%	189	100%

4.2 Definición de las variables

4.2.1 Variable dependiente: Calificación crediticia

La variable dependiente usada en este trabajo, en consonancia con estudios similares, es la calificación crediticia o *rating* de crédito (Aivazian *et al.*, 2006; Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2006; Bhojraj y Sengupta, 2003; Boubakri y Ghouma, 2010; Cheng y Subramanyam, 2008; Elbannan, 2009; Kumar y Bhattacharya, 2006; Kumar y Haynes, 2003; Roje, 2005; Salvador Muñoz *et al.*, 2011; Wang, 2011). Esta medida permite valorar el riesgo de crédito de una empresa, es decir, conocer la posibilidad de

que la compañía incumpla sus obligaciones financieras frente a los titulares de la deuda.

Las calificaciones de crédito de *Moody's* y de *Standard and Poor's* contemplan diferentes niveles de riesgo de crédito que se suelen dividir en dos grandes categorías: grado de inversión o grado especulativo. Estas diferentes escalas de riesgo se expresan a través de letras y reflejan orden o sucesión en el nivel de riesgo. A fin de poder operar con estas calificaciones se hace preciso transformar la escala alfabética de los *ratings* de crédito en una escala numérica. A este respecto, la literatura proporciona diferentes maneras de realizar esta clasificación. Así, por ejemplo, existen trabajos que definen la calificación de crédito como una variable *dummy*, ya sea agrupando los *ratings* en las categorías de grado de inversión o grado especulativo (Elbannan, 2009) o valorando si la empresa o la deuda ha recibido o no un *rating* de crédito (Aivazian *et al.*, 2006).

Otros autores consideran todos los niveles de riesgo de la calificación de crédito -teniendo en cuenta incluso los modificadores con los que las agencias denotan diferencias dentro del mismo nivel de riesgo-, llegando a operar con hasta 22 categorías (Chen, 2013; Cheng y Subramanyam, 2008; Wang, 2011). Sin embargo, la mayor parte de los trabajos que usan a los *ratings* de crédito como variable dependiente parten de una agrupación en seis o siete categorías (Alali *et al.*, 2012; Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2006; Bhojraj y Sengupta, 2003; Boubakri y Ghouma, 2010; Elbannan, 2009; Kumar y Bhattacharya, 2006; Roje, 2005; Salvador Muñoz *et al.*, 2011). Nuestro trabajo se suma a esta última corriente y por tal motivo estructuraremos tanto los *ratings* de crédito de *Moody's* como los de *Standard and Poor's* en siete categorías, valoradas, lógicamente, de 1 a 7. En esta escala numérica el valor obtenido aumenta a medida que mejora la calidad del crédito, de manera que el número 1 representa a las calificaciones más bajas o en *default* pertenecientes al grado especulativo y el valor 7 se asigna a la calificación más alta en el grado de inversión. El nombre de la variable dependiente es R1 para los *ratings* de crédito de *Moody's* y R4 para los de *Standard and Poor's*. En la tabla 8 se expone la escala numérica que se ha creado de la variable dependiente y se compara con la calificación alfabética de las agencias de *rating* de crédito.

Tabla 8. La variable dependiente, R1 y R4, y la escala de *ratings* de crédito de Moody's y de Standard and Poor's

		Moody's		Standard & Poor's	
		Ratings	Variable dependiente	Ratings	Variable dependiente
			R1		R4
Grado de Inversión	Muy solventes	Aaa	7	AAA	7
		Aa1	6	AA+	6
		Aa2	6	AA	6
	Solventes	Aa3	6	AA-	6
		A1	5	A+	5
		A2	5	A	5
		A3	5	A-	5
		Baa1	4	BBB+	4
		Baa2	4	BBB	4
		Baa3	4	BBB-	4
Grado Especulativo	Especulativo	Ba1	3	BB+	3
		Ba2	3	BB	3
		Ba3	3	BB-	3
	Insolventes	B1	2	B+	2
		B2	2	B	2
		B3	2	B-	2
		Caa1	1	CCC+	1
		Caa2	1	CCC	1
		Caa3	1	CCC-	1
		Ca	1	CC	1
C	1	C	1		
				D	1

4.2.2 Variables explicativas

4.2.2.1 Consejo de administración

Tamaño del consejo

La primera variable independiente a determinar dentro del consejo de administración es su tamaño (TAMCA). Esta variable, en consonancia con casi la totalidad de la literatura anterior, se ha definido como el número total de miembros que integran el consejo de administración (Andrés y Vallelado, 2008; Bonn, 2004; Jackling y Johl, 2009; Kiel y Nicholson, 2003; Ruigrok *et al.*, 2006; Shukeri *et al.*, 2012; Singh y Davidson III, 2003).

Independencia del consejo

Es habitual cuantificar la independencia del consejo de administración a través del porcentaje de consejeros externos o no ejecutivos que participan en el consejo

debido, en gran medida, a la dificultad que entraña diferenciar entre consejeros externos y consejeros externos independientes. (Andrés y Vallelado, 2008; Andrés *et al.*, 2005; Bonn, 2004; Dalton y Dalton, 2005; Dey, 2008; Erickson *et al.*, 2005). Numerosos trabajos consideran a todos los consejeros externos como independientes y, por tanto, usan los dos términos de manera indistinta (Duchin *et al.*, 2010; Dulewicz y Herbert, 2004; John y Senbet, 1998; Kiel y Nicholson, 2003; Ruigrok *et al.*, 2006; Shukeri *et al.*, 2012), mientras que otros trabajos sólo señalan a los consejeros externos sin hacer alusión al término de consejeros independientes (Bhojraj y Sengupta; 2003; Jackling y Johl, 2009).

En los últimos años, sin embargo, se ha hecho hincapié en la importancia de diferenciar dentro de los consejeros externos a los que son propiamente independientes, distinguiéndolos de los que poseen otro tipo de vinculaciones con la empresa como puede ser la de representar a accionistas significativos. Así se contempla en las recomendaciones emitidas por los Códigos de buen gobierno, y en diversas regulaciones establecidas por las autoridades en los mercados de valores, a fin de alcanzar un determinado número de consejeros externos independientes dentro del consejo de administración. Por consiguiente, en este trabajo y siguiendo este último enfoque apoyado por numerosas investigaciones, la variable INDEPBD se ha medido a través de la proporción de consejeros independientes en relación con el total de miembros en el consejo de administración (Anderson *et al.*, 2004; Anderson y Reeb, 2004; Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2006; Bhagat y Black, 2002; Chen y Jaggi, 2000; Chen, 2013; Coles *et al.*, 2001; Gupta y Fields, 2009; Huyghebaert y Wang, 2012; Kumar y Singh, 2012; Perry y Shivdasani; 2005; Singh y Davidson III, 2003; Weir y Laing; 2001).

Dualidad director general-presidente

Se ha definido una variable *dummy* para medir la dualidad director general-presidente del consejo de administración (DUAL). DUAL toma el valor 1 cuando el presidente del consejo es, además, el director general o máximo directivo de la empresa, y cero cuando los dos puestos están separados (Coles *et al.*, 2001; Daily y Dalton, 1997; Gupta y Fields, 2009; Jackling y Johl, 2009; Kiel y Nicholson, 2003; Ruigrok *et al.*, 2006; Shukeri *et al.*, 2012).

CAPÍTULO 4: Diseño empírico

Género en el consejo

La última variable a definir del consejo de administración es el género (FEMBD). Se ha medido FEMBD como la fracción de mujeres que ocupan un asiento en el consejo de administración (Adams y Ferreira, 2009; Bonn, 2004; Carter *et al.*, 2003; Eklundi *et al.*, 2009; Rose, 2007; Shukeri *et al.*, 2012).

4.2.2.2 Estructura de propiedad

Concentración de la propiedad

La medida básica de concentración de la propiedad viene dada por la fracción de acciones poseídas por los principales accionistas. En consecuencia, consideramos el porcentaje de la propiedad del primer accionista –P1-, el porcentaje del segundo accionista –P2-, del tercer accionista –P3-, y la propiedad poseída en conjunto por los primeros cinco accionistas –C5- (Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2006; Attig *et al.*, 2009; Bennedsen y Nielsen; 2010; Claessens *et al.*, 2002; Díez Esteban *et al.*, 2013; Franks y Mayer, 2001; Franks *et al.*, 2009; Hu y Izumida, 2008; López Iturriaga y Saona Hoffmann, 2007; López-de-Foronda *et al.*, 2007; Paligorova, 2010).

Contestabilidad

La capacidad de contestar las decisiones del accionista mayoritario está relacionada con la concentración de la propiedad, por lo que utilizaremos dos versiones del índice de concentración de Herfindahl aplicadas a la estructura de la propiedad (HERF1 y HERF2). La primera se define como la suma de las diferencias al cuadrado entre el primer y segundo accionistas y entre el segundo y tercer accionistas. Y HERF2 se define como la suma de los cuadrados de los derechos de *cash flow* de los tres principales accionistas.

$$\text{HERF1} = (P_1 - P_2)^2 + (P_2 - P_3)^2$$

$$\text{HERF2} = P_1^2 + P_2^2 + P_3^2$$

Tal y como quedan definidas ambas variables, una mayor contestación al poder del accionista mayoritario se corresponde con una disminución en el valor de HERF1 y HERF2, debido a que disminuye la concentración del poder del principal accionista

(Franks *et al.*, 2009; Jara-Bertin y López-Iturriaga, 2011; Jara-Bertin *et al.*, 2008; Maury y Pajuste, 2005).

Propiedad bancaria

Para evaluar la influencia de la propiedad en manos de bancos se crean las variables P1B, porcentaje de la propiedad del accionista principal cuando es un banco, C3B, porcentaje de la propiedad de los tres accionistas mayoritarios cuando son bancos y C5B, porcentaje de la propiedad de los cinco principales accionistas cuando son de naturaleza bancaria (Nguyen, 2011).

4.2.2.3 Tradición legal y protección de los acreedores

La variable que mide el origen legal del país donde se encuentra la empresa calificada es una *dummy* –ORIGIN- que, siguiendo a La Porta *et al.* (1997, 1998), adquiere el valor de uno cuando el país pertenece a la tradición de ley común (*English common law*) y toma el valor de cero cuando corresponde a la ley civil (ya sea en su rama francesa, alemana o escandinava).

Para medir la protección de los derechos de los acreedores de cada país se ha tomado como referencia el índice *Creditor rights* creado por La Porta (1997, 1998). Esta variable –CR-, varía de cero a cuatro. El índice se ha formado agregando un punto por cada una de las siguientes características: (1) cuando el país impone restricciones, tales como el consentimiento de los acreedores o dividendos mínimos para poder proceder a la reorganización de la empresa; (2) cuando los acreedores garantizados tienen la capacidad para ejecutar su garantía una vez que la petición de reorganización ha sido aprobada (sin suspensión automática); (3) cuando los acreedores garantizados ocupan el primer lugar en la distribución de los ingresos derivados de la disposición de los activos de una empresa en quiebra; y (4) cuando el deudor no conserva la administración de su propiedad a la espera de la resolución de la reorganización.

4.2.2.4 Variables de control

En la especificación de nuestros modelos se han incluido cuatro variables de control para dar entrada a otros aspectos distintos del consejo de administración y la

CAPÍTULO 4: Diseño empírico

estructura de propiedad que también podrían influir en la calificación crediticia. Se trata de variables consideradas en anteriores trabajos, por lo que, además de mejorar la fiabilidad de nuestros resultados, permiten comparar nuestro trabajo con aportaciones precedentes (Aivazian *et al.*, 2006; Alali *et al.*, 2012; Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2006; Bhojraj y Sengupta, 2003; Boubakri y Ghouma, 2010; Cheng y Subramanyam, 2008; Chiang, 2011; Elbannan, 2009; Kaya, 2011; Klock *et al.*, 2005; Kumar y Bhattacharya, 2006; Roje, 2005; Salvador Muñoz *et al.*, 2011; Wang, 2011). Asimismo, las agencias de calificación de crédito también consideran estos aspectos esenciales en la valoración del *rating* de crédito (Standard & Poor's, 2008).

En primer lugar, introducimos la rentabilidad del activo (ROA), indicador clave en la calidad crediticia de una empresa y que suele mantener una relación negativa con el riesgo de crédito. Como es habitual, definimos esta variable como el beneficio bruto de explotación sobre el total de los activos. En segundo lugar, incorporaremos la cobertura de los gastos financieros (INTCOV), definida como el cociente de los recursos generados netos entre los gastos financieros. Se trata de un indicador de la capacidad económica de la empresa para generar recursos con los que atender los intereses de la deuda, por lo que debería estar negativamente relacionado con el riesgo de crédito.

La tercera variable de control es el nivel de endeudamiento (LEVER). Definimos esta variable como el cociente entre el pasivo total y el activo de la empresa. Obviamente, es de esperar una relación positiva entre el apalancamiento financiero de una empresa y su riesgo crediticio. Finalmente incluiremos también el tamaño de la empresa (SIZE), medido como el logaritmo natural del total de los activos. Este valor se ha incluido como variable de control porque se asume que las empresas de mayor tamaño tienen menos riesgo de incumplimiento de sus obligaciones financieras que las empresas pequeñas.

También, en algunos modelos, se han incorporado un conjunto de variables *dummy* que controlan los efectos potenciales que podrían provocar las diferencias nacionales, temporales y sectoriales. Para ello definimos 18 variables *dummy* correspondientes a los 18 países según se recoge en la tabla 5. Del mismo modo, se han definido ocho variables dicotómicas para dar entrada a los posibles efectos temporales en los ocho años considerados en el trabajo (2004-2011), y otras ocho

variables dicotómicas que indican el tipo del sector al que pertenecen las empresas de acuerdo con el código SIC mostrado en las tablas 6 y 7.

En la tabla 9 se resume la información sobre las variables –código, descripción y definición-, que se utilizan para para formular el modelo.

Tabla 9. Definición de las variables

Tipo	Código	Descripción	Definición
Dependiente	R1	Rating de crédito de Moody's	Valores de 1 a 7, el valor aumenta a medida que mejora la calidad de crédito
	R4	Rating de crédito de Standard & Poor's	Valores de 1 a 7, el valor aumenta a medida que mejora la calidad de crédito
Independiente	TAMCA	Tamaño del consejo de administración	Número total de miembros del consejo de administración
	INDEPBD	Independencia del consejo de administración	Proporción de miembros independientes en el consejo de administración
	DUAL	Dualidad director general-presidente	Dummy igual a 1 si el director general de la empresa es además el presidente del consejo de administración, 0 en caso contrario
	FEMBD	Género del consejo de administración	Proporción de miembros femeninos en el consejo de administración
	P1	Concentración de la propiedad	Propiedad del principal accionista
	P2	Concentración de la propiedad	Propiedad del segundo accionista
	P3	Concentración de la propiedad	Propiedad del tercer accionista
	C5	Concentración de la propiedad	Suma de la propiedad de los cinco principales accionistas
	HERF1	Contestabilidad al poder del accionista mayoritario	$(P1 - P2)^2 + (P2 - P3)^2$
	HERF2	Contestabilidad al poder del accionista mayoritario	$P1^2 + P2^2 + P3^2$
	P1B	Propiedad bancaria	Propiedad del accionista principal si es un banco
	C3B	Propiedad bancaria	Suma de la propiedad de los tres principales accionistas si son bancos
	C5B	Propiedad bancaria	Suma de la propiedad de los cinco principales accionistas si son bancos
	ORIGIN	Origen legal	Dummy igual a 1 si la empresa pertenece a un país de tradición legal de Ley común y 0 si es de Ley civil
	CR	Protección de los derechos del acreedor	Índice agregado de los derechos de los acreedores que oscila de 0 a 4. El incremento en el valor del índice indica mayor protección de los acreedores
Control	LEVER	Endeudamiento	Total pasivo/Total de activos
	SIZE	Tamaño de la empresa	Logaritmo natural de los activos
	ROA	Rentabilidad de los activos	Beneficio bruto de explotación/Total de activos
	INTCOV	Cobertura de gastos financieros	Recursos generados netos/Gastos financieros
	COUNTRY	Efecto país	Dummy igual a 1 si pertenece a uno de los 18 países y 0 en caso contrario
	YEAR	Efecto temporal	Dummy igual a 1 para un periodo determinado entre 2004-2008 y 0 en caso contrario
	SECTOR	Efecto del sector	Dummy igual a 1 si pertenece a uno de los 8 sectores de la industria y 0 en caso contrario

4.3 Modelo econométrico y método de contraste de hipótesis

Una vez que se han formulado las hipótesis de este trabajo y que se ha definido la muestra y las variables a utilizar en el análisis empírico, en este apartado detallaremos el modelo de regresión para contrastar las hipótesis y describiremos la metodología empleada para ello.

4.3.1 Especificación del modelo

Para realizar el contraste de las hipótesis correspondientes a la relación entre los atributos de gobierno -consejo de administración, estructura de propiedad y ambiente legal- y el *rating* de crédito, se estima la siguiente regresión logística:

$$\text{CREDITRATING}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{TAMCA}_{it} + \beta_2 \cdot \text{INDEPBD}_{it} + \beta_3 \cdot \text{DUAL}_{it} + \beta_4 \cdot \text{FEMBD}_{it} + \beta_5 \cdot \text{P1}_{it} + \beta_6 \cdot \text{C5}_{it} + \beta_7 \cdot \text{HERF1}_{it} + \beta_8 \cdot \text{HERF2}_{it} + \beta_9 \cdot \text{P1B}_{it} + \beta_{10} \cdot \text{C3B}_{it} + \beta_{11} \cdot \text{C5B}_{it} + \beta_{12} \cdot \text{ORIGIN}_{it} + \beta_{13} \cdot \text{CR}_{it} + \beta_{14} \cdot \text{LEVER}_{it} + \beta_{15} \cdot \text{SIZE}_{it} + \beta_{16} \cdot \text{ROA}_{it} + \beta_{17} \cdot \text{INTCOV}_{it} + d_t + p_i + \varepsilon_{it}$$

donde i denota la empresa, t es el año, CREDITRATING se refiere a la variable dependiente que puede ser R1 o R4 según si la calificación de crédito ha sido fijada por *Moody's* o *Standard and Poor's* respectivamente; TAMCA, INDEPBD, DUAL y FEMBD son las variables independientes del consejo de administración que miden, respectivamente, el tamaño, la independencia, la dualidad y la proporción de mujeres en el consejo; las variables externas de P1 a C5B corresponden a los elementos de la estructura de propiedad y valoran la propiedad del primer accionista -P1-, la propiedad de los primeros cinco accionistas -C5-, la contestabilidad -HERF1 y HERF2-, y la propiedad bancaria -P1B, C3B y C5B-; ORIGIN y CR son las variables que representan el origen legal y la protección de los derechos de los acreedores respectivamente; LEVER mide el endeudamiento, SIZE el tamaño de la empresa, ROA la rentabilidad, INTCOV la cobertura de los gastos financieros; d_t es el término que mide el efecto específico del tiempo a través de las correspondientes variables *dummy* temporales; p_i es el término que mide el efecto individual de cada empresa y ε_{it} es el efecto aleatorio.

4.3.2 Método de estimación

La elección del método de contraste de hipótesis viene determinada por la naturaleza de la variable dependiente. La calificación de crédito usada como variable dependiente (R1 y R4) presenta diferentes niveles que mantienen un orden dentro de la clasificación general. En consecuencia, el método más adecuado consiste en usar modelos de respuesta múltiple ordenada.

La literatura presenta dos enfoques para la interpretación estructural de estos modelos. El primero se relaciona con la teoría de la utilidad aleatoria, de modo que un agente económico racional debe adoptar una decisión que le permita elegir entre varias alternativas excluyentes, de manera que la alternativa que seleccione en cada caso es aquella que maximiza la utilidad esperada. El segundo de los enfoques permite concebir al modelo como un problema de decisión en el cual existe un conjunto de M alternativas posibles y se debe elegir la mejor opción. Este planteamiento del problema de elección entre múltiples alternativas trata de modelizar una variable índice, inobservable o latente. En este caso, el modelo se construye a partir de la siguiente regresión:

$$Y_i^* = X_i \beta + \varepsilon_i$$

El modelo supone la existencia de una variable inobservable o latente no limitada en su rango de variación (Y_i^*) que depende de un conjunto de variables explicativas, que originan las opciones que se dan en la realidad. De esta manera, la variable latente Y_i^* no se observa, sino que a ella se aplica una regla de observabilidad que genera las alternativas que se observan en la realidad. En el caso del *rating* de crédito, las agencias de calificación crediticia analizan determinadas características de una empresa para poder asignar una calificación que depende de ciertos factores mensurables X_i y de ciertos factores no observables ε . En principio, las agencias podrían publicar su opinión con su propia Y^* , pero en realidad emiten un valor que corresponde a las 21 o 22 categorías posibles de *rating* de crédito, escogiendo aquella que mejor refleja la calidad crediticia de la empresa.

Desde este punto de vista, lo que se observa, es decir, los valores de la variable real observada (Y_i) que miden las distintas categorías pueden expresarse de la siguiente manera:

CAPÍTULO 4: Diseño empírico

$$\begin{aligned} Y_i &= 0 && \text{si } Y_i^* \leq 0 \\ &= 1 && \text{si } 0 < Y_i^* \leq \mu_1 \\ &= 2 && \text{si } \mu_1 < Y_i^* \leq \mu_2 \\ &\dots && \\ &= M && \text{si } \mu_{(M-1)} \leq Y_i^* \end{aligned}$$

donde $\mu_1, \mu_2, \dots, \mu_{(M-1)}$ son los valores de los umbrales o barreras. En realidad, lo que se tiene es una forma de censura en los datos. Los coeficientes μ son parámetros que se han de estimar simultáneamente con β . En el modelo existe una correlación entre el orden de los valores de la variable real y el orden de la variable latente. Esto significa que si $Y_i < Y_j$ se verifica que $Y_i^* < Y_j^*$. La relación que expresa debidamente al modelo es:

$$Y_i^* = F(X_i) + \varepsilon_i = X_i \beta + \varepsilon_i$$

donde:

Y_i^* = variable latente (no observada) que cuantifica las distintas categorías.

$F(X_i)$ = función no lineal de una combinación lineal de las características o índice.

$X_i \beta$ = combinación lineal de las variables o características, denominado índice del modelo.

ε_i = perturbación aleatoria.

Los modelos de respuesta ordenada a utilizar dependen de los supuestos aplicables a la distribución de ε_i en la función no lineal $F(X_i)$. Si se considera una función de distribución logística, el modelo más apropiado es la estimación logit ordenada y, si la función de distribución es normal, el modelo corresponde a un probit ordenado. Para llevar a cabo el análisis empírico de esta tesis se ha seleccionado el modelo logit ordenado, en donde el término de perturbación sigue una distribución logística, debido a que presenta un mejor ajuste. Así, bajo este enfoque, se obtienen las siguientes probabilidades de elegir cada una de las categorías de Y_i :

$$\begin{aligned} \text{Prob}(Y_i = 0 \mid X_i, \beta, \mu) &= \Lambda(-X_i \beta) \\ \text{Prob}(Y_i = 1 \mid X_i, \beta, \mu) &= \Lambda(\mu_1 - X_i \beta) - \Lambda(-X_i \beta) \\ \text{Prob}(Y_i = 2 \mid X_i, \beta, \mu) &= \Lambda(\mu_2 - X_i \beta) - \Lambda(\mu_1 - X_i \beta) \\ &\dots \\ \text{Prob}(Y_i = M-1 \mid X_i, \beta, \mu) &= 1 - \Lambda(\mu_{(M-2)} - X_i \beta) \end{aligned}$$

Donde $\mu_1, \mu_2, \dots, \mu_{(M-2)}$ son parámetros que representan los valores de las barreras o umbrales y se estiman al mismo tiempo que β , y $\Lambda(X_i \beta)$ simboliza la función de distribución logística del modelo Logit Ordenado. Para que todas las probabilidades dentro del modelo sean positivas ha de ocurrir que:

$$0 < \mu_1 < \mu_2 < \dots < \mu_{(M-2)}$$

Con el modelo así definido, la variable endógena del modelo de respuesta múltiple representa la probabilidad de ocurrencia del fenómeno analizado, siendo la probabilidad de que ocurra la opción (M-1) más elevada cuando mayor sea el valor de Y_i^* .

Los valores de los umbrales o barreras y los valores de β se estiman de manera conjunta mediante el método de máxima verosimilitud a través de un algoritmo de optimización:

$$\begin{aligned} L(\beta, \mu) &= \sum_{\mu=0} \log [\text{Prob}((Y_i = 0 \mid X_i, \beta, \mu))] + \sum_{\mu=1} \log [\text{Prob}((Y_i = 1 \mid X_i, \beta, \mu))] + \\ &\dots \\ &+ \sum_{\mu=(M-1)} \log [\text{Prob}((Y_i = (M-1) \mid X_i, \beta, \mu))] \end{aligned}$$

Los estimadores máximo-verosímiles son consistentes y asintóticamente eficientes y son aquellos valores de los parámetros que generarían con mayor probabilidad la muestra observada. En cuanto a la interpretación de los coeficientes estimados, su signo indica la dirección en que se mueve la probabilidad cuando aumenta la variable explicativa correspondiente. En otras palabras, el signo refleja el cambio en la probabilidad de pertenecer a la categoría de respuesta más elevada debido a un incremento en la correspondiente variable explicativa. El efecto marginal de una variable explicativa sobre la probabilidad de pertenecer a cada categoría viene dado por:

CAPÍTULO 4: Diseño empírico

$$\begin{aligned} \frac{\partial \text{Prob}(Y_i=0)}{\partial X_k} &= -\lambda(X_i \beta) \beta_k \\ \frac{\partial \text{Prob}(Y_i=1)}{\partial X_k} &= -\lambda(\mu_1 - X_i \beta) \beta_k + \lambda(-X_i \beta) \beta_k \\ &\dots \\ \frac{\partial \text{Prob}(Y_i=M-1)}{\partial X_k} &= -\lambda(\mu_{(M-1)} - X_i \beta) \beta_k \end{aligned}$$

En general, al suponer una relación no lineal entre las variables explicativas y la probabilidad de ocurrencia del acontecimiento, los coeficientes estimados en los modelos ordenados no cuantifican directamente el incremento en la probabilidad cuando existe un aumento unitario en la correspondiente variable independiente. Esto significa que cuando se incrementa en una unidad la variable explicativa los aumentos en la probabilidad no son siempre iguales, ya que la magnitud de su variación depende del nivel original de la variable explicativa y, por tanto, de los valores iniciales de todos y cada uno de los regresores y de sus coeficientes. En consecuencia, la dimensión del efecto marginal de una variable X_k depende del valor del coeficiente β_k y de los valores de la función de densidad $\lambda()$ para el sujeto en cuestión. Cuanto mayor sea el valor del coeficiente β , más grande será el impacto del cambio en el valor de la variable explicativa, lo que incide en el valor de la variable latente Y_i^* .

Se pueden resumir las consideraciones anteriores indicando que, en relación con las calificaciones crediticias, el modelo logit ordenado trata a las variables dependientes R1 y R4 como variables de respuesta ordinal cuyas categorías de 1 a 7 se pueden poner en orden. Sin embargo, los intervalos entre estas categorías no son tratados necesariamente de manera igual, es decir, la diferencia entre 1 y 2 en la escala de *rating* de crédito puede no ser la misma que la diferencia entre 6 y 7. Los coeficientes que resultan de este método de estimación permiten el cálculo de la probabilidad de aumento o de disminución de la variable dependiente R1 o R4. En otras palabras, se puede calcular si la probabilidad (odds) de un *rating* de crédito de estar en dirección hacia una categoría ubicada en el grado de inversión (es decir, $R1/R4 \geq j$ en lugar de $R1/R4 < j$ para cualquier categoría j de la variable *rating* de crédito) mejora o disminuye significativamente con cada aumento de la variable independiente.

CAPÍTULO 5: Análisis empírico

CAPÍTULO 5: Análisis empírico

Resultados de la investigación

En este capítulo se presenta, en primer lugar, un análisis descriptivo de las variables anteriormente definidas, y posteriormente se exponen los resultados del análisis descriptivo, consistente en estimaciones de los modelos logit ordenados para realizar el contraste de las hipótesis.

5.1 Análisis descriptivo

En esta sección se recoge el análisis descriptivo de las variables. En la tabla 10 se presentan la media, la mediana, la desviación estándar, el primer y tercer cuartil de cada variable empleada. De la tabla 10 se desprende que la media de la calificación de crédito en la muestra es de 4,068 para *Moody's* y 4,203 para *Standard and Poor's*, siendo su mediana de 4 para ambas agencias. Esto significa que tanto la media como la mediana quedan dentro de la categoría de *ratings* en grado de inversión, equivalente a un Baa para *Moody's* y un BBB para *Standard and Poor's*, solamente un nivel por encima del grado especulativo (ver tabla 8). Estos resultados son similares a los obtenidos en investigaciones previas (Alali *et al.*, 2012; Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2006; Boubakri y Ghouma, 2010; Cheng y Subramanyam, 2008; Elbannan, 2009). Por otro lado, los percentiles 25 y 75 abarcan un rango que va de la calificación 3 a la 5 para *Moody's* y de la 4 a la 5 para *Standard and Poor's*. Estos rangos constituyen el 82,92% y 73,94% de las calificaciones de crédito de la muestra total para cada agencia, como se puede apreciar en la tabla 11. En conclusión, la tabla 10 pone de manifiesto que entre las agencias de *ratings* no existen diferencias significativas en las calificaciones de crédito emitidas, lo que refuerza la fiabilidad de nuestros resultados al evitar los posibles sesgos de uno de los emisores de calificaciones crediticias.

CAPÍTULO 5: Análisis empírico

Tabla 10. Estadísticos descriptivos de la muestra

Principales estadísticos descriptivos de la muestra. Se presenta la media, la mediana, la desviación estándar, el primer y tercer cuartil de cada una de las variables para el total de la muestra. R1=Rating de crédito de *Moody's I/p*, R4=Rating de crédito de *Standard & Poor's I/p*, ver Tabla 8 para la codificación numérica. TAMCA: tamaño del consejo de administración, INDEPBD: proporción de consejeros independientes en el consejo, DUAL: dualidad director general-presidente del consejo de administración, FEMBD: proporción de consejeros mujeres en el consejo, P1: % propiedad del primer accionista, C5: % propiedad de los primeros cinco accionistas, HERF1 y HERF2: contestación al control del accionista principal, P1B: % propiedad del primer accionista bancario, C3B: % propiedad de los primeros tres accionistas bancarios, C5B: % propiedad de los primeros cinco accionistas bancarios, ORIGIN: Origen legal, CR: índice de protección de los derechos de los acreedores, LEVER: endeudamiento, SIZE: tamaño de la empresa, ROA: rentabilidad de los activos, INTCOV: cobertura de gastos financieros.

Variables	Media	Mediana	25%	75%	Desviación estándar
<i>Dependiente</i>					
R1	4,068	4,000	3,000	5,000	1,134
R4	4,203	4,000	4,000	5,000	0,979
<i>Independientes</i>					
TAMCA	12,406	12,000	10,000	15,000	3,762
INDEPBD	0,491	0,530	0,350	0,670	0,262
Nº de consejeros independientes	5,617	6,000	4,000	8,000	3,175
DUAL	0,198	0	0	0	0,399
FEMBD	0,112	0,090	0	0,180	0,107
Nº de consejeros mujeres	1,376	1,000	0	2,000	1,300
P1	0,241	0,148	0,070	0,348	0,227
C5	0,409	0,346	0,220	0,566	0,257
HERF1	0,083	0,005	0,001	0,080	0,182
HERF2	0,124	0,033	0,010	0,148	0,217
P1B	0,001	0	0	0	0,017
C3B	0,004	0	0	0	0,026
C5B	0,005	0	0	0	0,027
ORIGIN	0,236	0	0	0	0,425
CR	2,177	2,000	1,000	3,000	1,377
LEVER	0,644	0,648	0,538	0,746	0,174
SIZE	9,500	9,461	8,608	10,447	1,358
ROA1	0,080	0,072	0,044	0,106	0,062
INTCOV	9,869	5,451	3,012	9,590	25,051

En relación con las variables del consejo de administración, la media (mediana) del tamaño del consejo –TAMCA- es de 12,4 consejeros (12), de los cuales, en promedio 5,6 (49,1%) son consejeros independientes y 1,3 (11,2%) son mujeres. A pesar de que el tamaño del consejo varía ampliamente entre un mínimo de 3 y un máximo de 25 consejeros, el primer y tercer cuartiles, que van de 10 a 15 consejeros respectivamente, muestran que la distribución en el tamaño tiende a ser leptocúrtica. Por otro lado, la independencia en el consejo presenta además una mediana del 0,53, equivalente a 6 consejeros, una desviación estándar de 0,262 y los rangos intercuartílicos engloban de 4 a 8 consejeros independientes (de 0,35 a 0,67). Estos datos ponen en evidencia la destacada importancia que los consejos de administración en Europa le dan a la participación de miembros con la cualidad de independientes en

consonancia con lo señalado previamente en la teoría y con lo publicado en los códigos de buen gobierno.

Al mismo tiempo, la dualidad en los puestos director general-presidente, medida a través de DUAL, toma un valor promedio de 0,198, una mediana de 0 y valores tanto en el cuartil superior como en el inferior de 0. Estos datos sugieren que en Europa Occidental es cada vez menor el número de empresas que mantienen unidas las dos funciones más importantes dentro de la organización, lo que va de la mano con las recomendaciones emitidas en los códigos de buen gobierno. Finalmente la variable FEMBD, que mide la proporción de mujeres dentro del consejo, presenta, como ya se ha mencionado, una media (mediana) de 11,2% correspondiente a 1,3 consejeras (9%, 1 consejera), una desviación estándar de 0,107, y los cuartiles 25 y 75 señalan 0 y 2 miembros respectivamente (0% y 18%). Estas cifras reflejan la todavía pobre presencia de mujeres en los consejos de administración en empresas europeas. Esto puede deberse a que las recomendaciones sobre su inclusión son aún recientes y sólo en los últimos años las empresas han comenzado a implementar de manera moderada esta nueva sugerencia -como queda revelado en sus informes anuales, donde se menciona que es una tarea pendiente de cumplimiento en los próximos años-.

Igualmente en la tabla 10 se pueden ver los estadísticos descriptivos de las variables de la estructura de propiedad. La media (mediana) del principal accionista es de 0,241 (0,148), su desviación estándar es de 0,227 y sus rangos intercuartílicos van de 0,070 a 0,348, lo que indica que la participación del principal accionista en los derechos de *cash flow* de la empresa puede ser dispersa o encontrarse altamente concentrada. Así mismo, la propiedad en manos de los primeros cinco accionistas presenta una media (mediana) de 0,409 (0,346) y una desviación estándar de 0,257, mientras que el primer y tercer cuartil corresponden a 0,220 y 0,566. Estos valores evidencian, aun y cuando en la muestra está incluido Reino Unido, que la estructura de propiedad que caracteriza a los países de Europa Continental es concentrada, es decir, los primeros cinco accionistas poseen elevados derechos de *cash flow* en la empresa. Esos valores también revelan que, además del primer accionista, el resto de los accionistas principales poseen participaciones importantes en la propiedad. Este dato queda igualmente constatado con los valores promedio (medianas) de las variables de los índices Herfindahl -HERF1 y HERF2-: 0,083 (0,005) y 0,124 (0,033)

CAPÍTULO 5: Análisis empírico

respectivamente, los cuales prueban la existencia de contestación al poder del principal accionista por parte de otros accionistas significativos.

En lo que atañe a la propiedad del principal accionista, de los primeros tres accionistas y de los primeros cinco cuando su naturaleza es bancaria tiene una media de 0,001, 0,004 y 0,005 respectivamente, denotando una participación pequeña en los derechos de *cash flow* por parte de los bancos. Esto significa que los principales propietarios de las empresas en Europa Occidental no son las instituciones bancarias. No deben interpretarse estos datos como un efecto irrelevante sino que, precisamente por su bajo nivel de propiedad directa y su elevada influencia, la participación bancaria en la propiedad es un elemento de interés.

Finalmente, los estadísticos descriptivos de las variables relativas a la tradición legal y a la protección de los derechos de los acreedores señalan que la media (mediana) de la primera es de 0,236 (0), y su desviación estándar de 0,425, lo que evidencia una mayoría dentro de la muestra, muy lógica, de empresas pertenecientes a la tradición de ley civil. Esto es natural dado que sólo dos países en este trabajo, Reino Unido e Irlanda, forman parte del ambiente normativo de *Common Law*. Por otra parte, el índice de protección de los derechos del acreedor exhibe una media (mediana) de 2,177 (2,000) y el primer y tercer cuartil van de 1 a 3. Estos datos reflejan el amplio espectro de la muestra en cuanto al índice de protección de los derechos de los acreedores se refiere, pues, al comprender empresas de 18 países de Europa Occidental, las compañías analizadas forman parte de economías representativas de todos los niveles de protección.

En la tabla 11 se exhibe la distribución que guardan en la muestra las calificaciones de crédito por categorías durante el período de estudio 2004-2011. En la parte superior de la tabla se encuentran los datos de *Moody's* y en la parte inferior los de *Standard and Poor's*. Se puede apreciar que para ambas agencias los *ratings* de crédito se encuentran concentrados entre los valores 3 y 5, coincidiendo con el rango intercuartílico que existe en los *ratings* de *Moody's* y casi con el de *Standard and Poor's*, el cual va de 4 a 5. Así, *Moody's*, en este rango, presenta el 82,92% de los *ratings* de crédito, mientras que sus valores 1 y 2 agrupan únicamente al 10,05% y el restante 7,03% de las calificaciones queda repartido entre los niveles 6 y 7. Por otro lado, *Standard and Poor's* presenta una mayor concentración de los *ratings* que

Moody's entre los valores 3 y 5 con un 87,47% de las observaciones, manteniendo un 5,88% de las calificaciones en los niveles inferiores, 1 y 2, y un 6,65% en los superiores, 6 y 7.

Así mismo, se puede observar cómo el número total de calificaciones de crédito en ambas agencias -última columna de la tabla 11-, aumenta de los años 2004 a 2008, fiel reflejo de la importancia que tanto para las empresas, como para las instituciones, ha representado el tener un *rating* que indique el nivel de su riesgo de crédito. A partir de 2008 el número de calificaciones se mantiene constante, en consonancia con el período de crisis financiera, dada la convulsión de los mercados financieros y la aplicación de reglas, como se menciona en algunos artículos (Alp, 2013; Baghai *et al.*, 2014; Croce *et al.*, 2011; Gray *et al.*, 2006; Salvador Muñoz *et al.*, 2011; Wang, 2011), más estrictas por parte de las agencias de *rating* de crédito. Este último punto, junto con las mayores dificultades financieras a las que las empresas se han de enfrentar, también se ve reflejado en los *ratings* de las categorías superiores e inferiores. Así, mientras por un lado los niveles 1 y 2, principalmente en lo que se refiere al valor 1, aumentan a partir de 2008, los valores 6 y 7 comienzan a disminuir. *Standard and Poor's* incluso no presenta en esta muestra ninguna calificación en dos de sus categorías más elevadas: AAA y AA+.

CAPÍTULO 5: Análisis empírico

Tabla 11. Frecuencias de los ratings de crédito

Distribuciones de las calificaciones por categorías para cada una de las agencias de *rating* durante el período 2004-2011. La fila R1 y R4 contiene la escala numérica de la variable dependiente usada en este trabajo.

Moody's																						
R1	Grado de inversión									Grado especulativo										Total		
	7	6	6	6	5	5	5	4	4	4	3	3	3	2	2	2	1	1	1		1	1
	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C	
2004	3	1	3	7	11	16	26	20	26	5	8	7	5	8	3	3						152
2005	3	6	4	4	12	18	24	18	27	9	7	10	6	10	2	3						163
2006	4	6	5	3	12	18	24	21	28	15	4	10	19	6	6	1						182
2007	3	7	3	1	17	16	24	24	32	18	3	13	14	12	3	3						193
2008	2	6	4	2	14	16	30	25	35	14	12	12	17	11	3	2	2	1				208
2009	2	4	3	3	10	16	32	23	33	19	11	13	14	11	6		4	2	1	1		208
2010	2	3	2	3	10	16	34	22	34	20	13	12	12	12	4	3	6					208
2011	1	4	2	1	12	14	33	26	35	21	16	12	7	8	5	6	4				1	208
Total	20	37	26	24	98	130	227	179	250	121	74	89	94	78	32	21	16	3	1	2	0	1522
%	1,31%	2,43%	1,71%	1,58%	6,44%	8,54%	14,91%	11,76%	16,43%	7,95%	4,86%	5,85%	6,18%	5,12%	2,10%	1,38%	1,05%	0,20%	0,07%	0,13%	0%	

Standard and Poor's																						
R4	Grado de inversión									Grado especulativo										Total		
	7	6	6	6	5	5	5	4	4	4	3	3	3	2	2	2	1	1	1		1	1
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C/D	
2004	1	1	1	8	7	15	19	23	14	3	8	4	4	1	3							112
2005	1	1		9	8	13	24	28	12	8	6	5	5	2	4							126
2006	1	1		8	6	13	24	31	13	12	5	7	9	2	2							134
2007	1	1	1	10	7	14	30	34	28	11	6	8	9	1	1	3						165
2008			2	12	5	18	36	34	30	16	10	8	7	4	3	2	1	1				189
2009			2	9	9	11	40	30	26	22	8	9	6	8	3	3	1		1	1		189
2010			1	7	9	13	39	31	26	24	6	14	3	5	5	5	1					189
2011				8	9	14	36	33	28	20	8	15	5	4	4	5						189
Total	4	4	7	71	60	111	248	244	177	116	57	70	48	27	25	18	3	1	1	1	0	1293
%	0,31%	0,31%	0,54%	5,49%	4,64%	8,58%	19,18%	18,87%	13,69%	8,97%	4,41%	5,41%	3,71%	2,09%	1,93%	1,39%	0,23%	0,08%	0,08%	0,08%	0%	

Con el propósito de conocer si existen diferencias significativas entre las variables independientes y de control agrupándolas de acuerdo a la variable dependiente, en la tabla 12 se presentan la media, mediana, primer y tercer cuartil de todas las variables segmentadas de acuerdo a la agencia que concede la calificación de crédito, *Moody's* y *Standard and Poor's*. En términos generales se puede observar que no existen disimilitudes importantes entre las variables de ambas agencias de *rating*, incluso si se comparan con los de la muestra en general de la tabla 10. De la tabla 12 se desprende que las diferencias más reseñables están relacionadas con el consejo de administración, el origen legal y la protección de los derechos del acreedor. Así, el tamaño del consejo en los *ratings* de *Moody's* ronda una media de 12 y en *Standard and Poor's* se acerca a 13 miembros, siendo la media del número de consejeros mujeres ligeramente mayor en *Standard and Poor's*.

Con respecto a la variable que mide la tradición legal su rango intercuartílico varía de una agencia a otra: mientras que para *Moody's* el tercer cuartil se sitúa en un valor de uno, para *Standard and Poor's* este valor es de cero, el mismo que para la muestra general. De la misma forma, las medias también difieren entre las agencias: la media de *Standard and Poor's* se acerca más al valor cero que la de *Moody's*. Estos datos indican que, para la muestra obtenida en esta tesis, *Moody's* ha calificado más empresas procedentes de países de ley común que *Standard and Poor's*. Este apunte se confirma con la información proporcionada en la tabla 5 donde se puede apreciar que *Moody's* califica a 53 empresas de Reino Unido e Irlanda en tanto que *Standard and Poor's* lo hace con 40.

En lo que atañe al índice de protección de los derechos de los acreedores, sucede algo parecido a lo antes mencionado con la tradición legal. La media de *Moody's* (2,347) es superior a la media de *Standard and Poor's* (2,131), y el primer y tercer cuartil de *Moody's* toman valores de dos y tres respectivamente, mientras que los de su homóloga van de uno a tres. De ello se desprende una cierta mayor presencia de *Moody's* en aquellos países con mayor protección de los intereses de los acreedores.

Por último, las variables de propiedad son prácticamente casi iguales en ambos segmentos, y en cuanto a las variables de control *Moody's* presenta una mayor cobertura de los gastos financieros.

CAPÍTULO 5: Análisis empírico

Tabla 12. Estadísticos descriptivos por agencia de *rating* de crédito

Principales estadísticos descriptivos para R1, calificación de crédito de *Moody's*, y R4, calificación de crédito de *Standard & Poor's*. Se muestra la media, la mediana, el primer y tercer cuartil de cada una de las variables. TAMCA: tamaño del consejo de administración, INDEPBD: proporción de consejeros independientes en el consejo, DUAL: dualidad director general-presidente del consejo de administración, FEMBD: proporción de consejeros mujeres en el consejo, P1: propiedad del primer accionista, C5: propiedad de los primeros cinco accionistas, HERF1 y HERF2: contestación al control del accionista principal, P1B: propiedad del primer accionista bancario, C3B: propiedad de los primeros tres accionistas bancarios, C5B: propiedad de los primeros cinco accionistas bancarios, ORIGIN: Origen legal, CR: índice de protección de los derechos de los acreedores, LEVER: endeudamiento, SIZE: tamaño de la empresa, ROA: rentabilidad de los activos, INTCOV: cobertura de gastos financieros.

Variables	Moody's R1				Standard and Poor's R4			
	Media	25%	Mediana	75%	Media	25%	Mediana	75%
TAMCA	12,466	10,000	12,000	15,000	12,714	10,000	12,000	15,000
INDEPBD	0,483	0,330	0,530	0,670	0,476	0,330	0,530	0,670
Nº de consejeros independientes	5,484	3,000	6,000	8,000	5,496	3,000	6,000	8,000
DUAL	0,173	0	0	0	0,183	0	0	0
FEMBD	0,120	0	0,100	0,200	0,124	0	0,100	0,200
Nº de consejeros mujeres	1,451	0	1,000	2,000	1,528	0	1,000	2,000
P1	0,238	0,068	0,136	0,325	0,249	0,070	0,153	0,375
C5	0,406	0,218	0,335	0,553	0,412	0,220	0,354	0,577
HERF1	0,085	0	0,005	0,075	0,087	0,001	0,007	0,096
HERF2	0,126	0,009	0,029	0,134	0,127	0,010	0,037	0,168
P1B	0,001	0	0	0	0,001	0	0	0
C3B	0,005	0	0	0	0,004	0	0	0
C5B	0,005	0	0	0	0,005	0	0	0
ORIGIN	0,252	0	0	1,000	0,186	0	0	0
CR	2,347	2,000	2,000	3,000	2,131	1,000	2,000	3,000
LEVER	0,646	0,541	0,652	0,753	0,645	0,551	0,648	0,739
SIZE	9,665	8,732	9,703	10,659	9,675	8,752	9,678	10,653
ROA	0,081	0,045	0,073	0,107	0,076	0,041	0,070	0,103
INTCOV	10,340	3,068	5,568	9,893	9,564	3,109	5,414	9,550

En la tabla 13 se muestra la matriz de correlaciones de Pearson. Como se señala en las hipótesis 2 y 4, la independencia –INDEPBD- y la proporción de mujeres –FEMBD- del consejo de administración presentan una relación positiva y significativa con ambas calificaciones de crédito. Estas vinculaciones, de manera preliminar, ya ponen en evidencia el hecho de que ambos factores favorecen la disminución en el riesgo de crédito de la empresa. Igualmente R1 y R4 muestran una relación positiva y significativa con TAMCA, tal y como se apunta en la primera parte de la hipótesis 1, sin embargo, dada la naturaleza de este análisis, no es posible apreciar la relación cuadrática subyacente en dicha hipótesis. En la matriz también se puede observar que DUAL y R1/R4 mantienen una relación positiva y significativa. Este resultado es de antemano controvertido, ya que, contrariamente a lo determinado en la hipótesis 3, se asume que si las tareas de director general y presidente de consejo de administración

recaen en una misma persona, la empresa resulta beneficiada en su calidad de crédito. Teniendo en cuenta la polémica que puede representar este resultado previo, se vuelve prioritario llevar a cabo un estudio más profundo y pormenorizado para conocer el efecto real de DUAL en las calificaciones de crédito.

Tabla 13. Matriz de correlaciones

Correlaciones de Pearson para las diferentes variables. La definición de las variables se encuentra en la tabla 9. El nivel de significación estadística está denotado por asteriscos, (***) indica un nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

	R1	R4	TAMCA	INDEPBD	DUAL	FEMBD	P1	C5	HERF1	HERF2	P1B	C3B	C5B	ORIGIN	CR	LEVER	SIZE	ROA
TAMCA	0.334 (***)	0.271 (***)																
INDEPBD	0.076 (***)	0.080 (***)	-0.476 (***)															
DUAL	0.141 (***)	0.130 (***)	0.212 (***)	0.033														
FEMBD	0.124 (***)	0.115 (***)	-0.054 (**)	0.149 (***)	-0.161 (***)													
P1	-0.122 (***)	-0.173 (***)	0.002	-0.256 (***)	0.115 (***)	-0.148 (***)												
C5	-0.187 (***)	-0.217 (***)	0.050 (**)	-0.296 (***)	0.107 (***)	-0.150 (***)	0.894 (***)											
HERF1	-0.082 (***)	-0.127 (***)	-0.039 (*)	-0.194 (***)	0.078 (***)	-0.130 (***)	0.884 (***)	0.708 (***)										
HERF2	-0.106 (***)	-0.146 (***)	-0.001	-0.232 (***)	0.085 (***)	-0.142 (***)	0.911 (***)	0.859 (***)	0.937 (***)									
P1B	0.021 (***)	0.033 (***)	0.086 (***)	-0.078 (***)	-0.028 (***)	0.063 (***)	0.012 (***)	0.008 (***)	-0.002 (***)	-0.001 (***)								
C3B	0.064 (**)	0.038 (***)	0.127 (***)	-0.051 (**)	-0.018 (***)	0.067 (***)	0.006 (***)	0.029 (***)	-0.021 (***)	-0.008 (***)	0.655 (***)							
C5B	0.068 (***)	0.043 (***)	0.118 (***)	-0.053 (**)	-0.024 (**)	0.059 (**)	0.015 (**)	0.052 (**)	-0.020 (**)	0.002 (**)	0.636 (***)	0.976 (***)						
ORIGIN	-0.063 (**)	-0.058 (**)	-0.235 (***)	0.219 (***)	-0.233 (***)	0.031 (***)	-0.258 (***)	-0.184 (***)	-0.185 (***)	-0.200 (***)	-0.017 (***)	0.013 (***)	-0.016 (***)					
CR	-0.080 (***)	-0.067 (***)	-0.074 (***)	-0.150 (***)	-0.443 (***)	0.020 (***)	-0.153 (***)	-0.088 (***)	-0.118 (***)	-0.114 (***)	0.024 (***)	0.024 (***)	0.028 (***)	0.686 (***)				
LEVER	-0.293 (***)	-0.211 (***)	0.089 (***)	-0.150 (***)	0.034 (***)	-0.037 (**)	-0.028 (**)	0.041 (**)	-0.045 (**)	-0.033 (**)	0.095 (***)	0.095 (***)	0.103 (***)	0.152 (***)	0.116 (***)			
SIZE	0.549 (***)	0.505 (***)	0.474 (***)	-0.054 (**)	0.172 (***)	0.072 (***)	-0.113 (***)	-0.140 (***)	-0.073 (***)	-0.091 (***)	0.090 (***)	0.117 (***)	0.120 (***)	-0.041 (**)	-0.071 (***)	-0.001 (***)		
ROA	0.270 (***)	0.300 (***)	-0.179 (***)	0.181 (***)	-0.093 (***)	0.163 (***)	-0.058 (**)	-0.098 (**)	-0.018 (**)	-0.040 (**)	-0.061 (**)	-0.029 (**)	-0.041 (**)	0.207 (***)	0.176 (***)	-0.035 (**)	0.032 (***)	
INTCOV	0.203 (***)	0.165 (***)	-0.053 (**)	0.101 (***)	-0.023 (**)	0.056 (**)	-0.035 (**)	-0.070 (**)	-0.006 (**)	-0.024 (**)	-0.005 (**)	-0.009 (**)	-0.014 (**)	0.008 (**)	-0.010 (**)	-0.237 (***)	0.010 (***)	0.207 (***)

También se constata una correlación negativa y significativa entre las calificaciones de crédito y las variables que miden la concentración de la propiedad -P1 y C5- y los índices Herfindhal que valoran la ausencia de contestabilidad. Ambas situaciones concuerdan con lo mencionado en las hipótesis 5 y 6, lo que sugiere que una mayor propiedad de los derechos de *cash flow* en manos del principal o de los principales accionistas así como la falta de contestación a este control producen un incremento en el riesgo que las agencias calificadoras de crédito perciben de la calidad de crédito de las empresas. En cambio, la propiedad poseída por instituciones bancarias y representada a través de las variables P1B, C3B y C5B muestran una relación positiva con los *ratings* de crédito pero sólo significativa para los *ratings* de *Moody's*. Este resultado avala parcialmente lo que se había previsto en la

CAPÍTULO 5: Análisis empírico

hipótesis 7 pues, cuando surge la figura de una institución bancaria dentro de los principales accionistas, se presume que la empresa asume mayor compromiso en el cumplimiento de las obligaciones financieras.

Por lo que se refiere a la relación con el entorno legal, se observa una correlación negativa (contrariamente a lo que cabría esperar) de las variables que miden tanto la tradición legal del país donde opera la empresa como la protección de los derechos de los acreedores con R1 y con R4. Estos resultados contradicen nuestra idea inicial de que una mejor protección legal de los inversores en general y de los acreedores en particular debería ir acompañada de una reducción en la probabilidad de incumplimiento de las obligaciones financieras del emisor y, por ende, de una mejora de su calidad de crédito. Lo mismo que para la variable DUAL, es conveniente realizar un análisis más detallado de estas relaciones en nuestro apartado de análisis explicativo.

Para finalizar, de la tabla 13 se desprende que las cuatro variables de control guardan las relaciones esperadas con las calificaciones de crédito, siendo además todas significativas. De modo que, LEVER mantiene una correlación negativa y SIZE, ROA e INTCOV positiva.

5.2 Análisis explicativo: la estimación del modelo logit ordenado propuesto

En este apartado se presentan los resultados de la estimación del modelo logístico ordenado, el cual se ha estimado de manera separada para cada una de las variables explicativas usando el programa Stata 11.0. Para realizar el contraste de las hipótesis planteadas en el capítulo 3 se estiman tres especificaciones diferentes del modelo ordenado para cada una de las variables independientes. En la primera (Modelo I), se incluyen como variables explicativas la variable independiente del consejo de administración, de la estructura de propiedad o del ambiente regulatorio que permita testar la hipótesis en cuestión y las variables financieras de control (LEVER (endeudamiento), SIZE (tamaño de la empresa), ROA (rendimiento de los activos) e INTCOV (cobertura de gastos financieros)). En la segunda especificación (Modelo II), se consideran como variables explicativas las mismas del modelo I pero

en esta estimación se excluyen aquellas observaciones con valores atípicos, de acuerdo a límites fijados en las variables de control INTCOV y ROA, que podrían sesgar los resultados de las estimaciones. En este caso, y de conformidad con los resultados obtenidos en los estadísticos descriptivos de las variables, sólo se incluyen las empresas con un INTCOV mayor o igual a cero y menor o igual a 50 y un ROA mayor a -,05 y menor a ,30. En la tercera especificación (Modelo III), se han tenido en cuenta como variables explicativas, además de las variables señaladas en el modelo I, las variables *dummy* que controlan el efecto del país, el efecto temporal y el efecto del sector.

Para cada uno de los modelos se estiman los coeficientes de máxima verosimilitud expresados en unidades *log-odds* y sus correspondientes test estadísticos z. Estos coeficientes no pueden interpretarse de la misma manera que como se suele hacer en una regresión lineal, sin embargo, los signos de los mismos sí tienen el mismo significado. Además, se obtienen los siguientes estadísticos: la Pseudo R² de McFadden, la R² de Cox & Snell, la R² de Nagelkerke/Cragg & Uhler, el *Log Likelihood*, el *Likelihood ratio* χ^2 , y el estadístico de Wald. La regresión logística ordenada no tiene un equivalente al coeficiente de determinación R² de una estimación por mínimos cuadrados ordinarios, una medida de la bondad del ajuste del modelo. Sin embargo, existen estadísticos parecidos, por lo que en esta tesis se presentan tres de estas pseudos R²: la de McFadden, la de Cox & Snell y la de Nagelkerke/Cragg & Uhler, con las que se intenta cuantificar la variabilidad (varianza) explicada por el modelo.

Por otro lado, el *Log Likelihood* es el logaritmo de verosimilitud de ajuste del modelo. Se utiliza en el cálculo de la razón de verosimilitud (*Likelihood ratio* χ^2) para testar si todos los coeficientes de los predictores de la regresión en el modelo son diferentes a cero. El estadístico *Likelihood ratio* χ^2 o LR χ^2 se refiere a la razón de verosimilitud chi², que se distribuye como una chi-cuadrada con p grados de libertad, donde p es igual al número de parámetros en el modelo. Este estadístico permite llevar a cabo un contraste de la significación global de los coeficientes de la regresión y prueba que al menos uno de los coeficientes de las variables del modelo en la regresión no es igual a cero. Por último, la prueba de Wald realiza un contraste de hipótesis sobre la significatividad conjunta de los coeficientes obtenidos, es decir, se trata de ver que los parámetros de las variables de interés en el modelo son

CAPÍTULO 5: Análisis empírico

simultáneamente o no igual a cero. Si este test permite rechazar la hipótesis nula que afirma que los coeficientes son iguales a cero, entonces el modelo es útil representando la relación entre las variables independientes y dependiente. Si, por el contrario, se acepta la hipótesis nula, entonces las variables no influyen en la determinación de la variable dependiente y esto sugiere que la(s) variable(s) se puede(n) retirar del modelo sin reducir sustancialmente el ajuste de ese modelo, ya que un predictor cuyo coeficiente es muy pequeño en relación con su error estándar generalmente apenas contribuye a predecir la variable dependiente.

Los resultados de las estimaciones están presentados de la siguiente manera: en primer lugar, se realiza la estimación para cada *rating* de crédito de los tres modelos (I, II y III) para cada una de las variables del consejo de administración por separado, correspondientes a su tamaño (TAMCA), su nivel de independencia (INDEPBD), la presencia de dualidad director general-presidente (DUAL) y su proporción de mujeres (FEMB). En segundo lugar se presenta la estimación conjunta de todas estas variables en el modelo, y en tercer lugar, se efectúa el mismo procedimiento para cada una de las variables de la estructura de propiedad, relativas a la concentración de la propiedad (P1 y C5), contestabilidad (HERF1 y HERF2) y propiedad bancaria (P1B, C3B y C5B), presentándose también al final la estimación global de estas variables. Por último, se presentan los resultados de las estimaciones de los tres modelos incluyendo las variables relativas al origen legal (ORIGIN) y a la protección de los derechos de los acreedores (CR).

5.2.1 El tamaño del consejo de administración y la calificación de crédito

En la tabla 14 se presenta el resultado de la estimación relativa al efecto, en la calificación de crédito, de la primera variable del consejo de administración considerada en este estudio, su tamaño. Las variables de control consideradas son LEVER, ROA e INTCOV, habiéndose omitido la variable SIZE por su elevada correlación con el tamaño del consejo. Este modelo no sólo incluye a TAMCA, medida con el número de miembros que integran al consejo, sino que, además, para poder contrastar la relación en forma de U invertida planteada en la hipótesis 1 ha sido

necesario incorporar el cuadrado del tamaño del consejo de administración representado con la variable TAMCA2.

Los resultados recogidos en la tabla 14 corroboran lo expuesto en la hipótesis 1, dado que tanto para las calificaciones de crédito de *Moody's* como para las de *Standard and Poor's* todas las estimaciones muestran una relación positiva entre el *rating* de crédito y TAMCA y una negativa con TAMCA2, siendo en ambos casos, en casi todos los modelos, significativas (en la mayoría de los casos a un nivel de significación inferior al 1%). Sólo en el modelo III para la variable dependiente R4 la variable TAMCA2 pierde significatividad. Estos resultados apoyan el estado de equilibrio que debe existir o que se debe alcanzar en el número de participantes en el consejo, necesario, además, para lograr el cumplimiento óptimo de las actividades que se le encomiendan ya que, como los datos indican, existe un punto de inflexión que si se supera rompe con los beneficios obtenidos antes de dicho punto. De esta manera, se puede afirmar que, en un principio el aumento en el número de consejeros favorece la calidad de crédito de las empresas teniendo en cuenta que un número mayor de miembros lleva a cabo una supervisión más eficiente de la dirección y por ende, dicha dirección, ejecuta tomas de decisiones menos arriesgadas y con una visión a largo plazo que favorecen el desarrollo de la empresa. Paralelamente, contar con una mayor cifra de consejeros puede significar la apertura de nuevas puertas en el mercado, ya que implica mayores relaciones económico-financieras, lo que se traslada en mejores oportunidades financieras y en un mayor acceso a diferentes recursos, tanto humanos como de capital. Sin embargo, como queda señalado por el efecto negativo de TAMCA2, el crecimiento en el número de consejeros tiene un límite, o mejor dicho, un punto de equilibrio que no debe rebasarse con la finalidad de evitar una dimensión excesiva en el consejo que entorpezca el trabajo que realiza y que dé lugar a deficiencias en la supervisión de la dirección, a una falta de comunicación efectiva entre sus miembros y a fallas en el concierto de esfuerzos y medios para lograr sus objetivos, y que todo ello en su conjunto ponga en tela de juicio el nivel de riesgo de crédito que la empresa pueda ser capaz de asumir.

Por lo que se refiere a las variables de control todas presentan las relaciones esperadas con el *rating* de crédito como queda patente por el coeficiente negativo de LEVER y los coeficientes positivos de ROA e INTCOV, siendo los tres altamente significativos.

Tabla 14. Estimación del modelo logit ordenado para el tamaño del consejo de administración y la calificación de crédito

Coefficientes de máxima verosimilitud (estadístico z) de la regresión logit ordenada, expresados en unidades *log-odds*. La variable dependiente es la calificación de crédito de *Moody's* (R1) y de *Standard and Poor's* (R4) y su escala numérica puede verse en la tabla 8. Las variables independientes están definidas en la tabla 9. El modelo II no incluye *outliers* y en el modelo III se controlan los efectos temporales, del país y del sector. Pseudo R², Cox & Snell R² y Nagelkerke/Cragg & Uhler R² son medidas de bondad del ajuste del modelo. *Log likelihood* es el logaritmo de verosimilitud del modelo. *Likelihood ratio* χ^2 representa la razón de verosimilitud para testar la hipótesis nula de que todos los coeficientes en el modelo son iguales a cero y se distribuye como una χ^2 . Wald es el test de Wald de significación conjunta de los coeficientes distribuido como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación. (***) Nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Variable dependiente: Rating	R1			R4		
	I	II	III	I	II	III
TAMCA	0.542*** (7.11)	0.572*** (7.10)	0.451*** (5.08)	0.536*** (6.60)	0.578*** (6.74)	0.377*** (3.80)
TAMCA2	-0.011*** (-3.89)	-0.013*** (-4.31)	-0.006* (-1.68)	-0.012*** (-4.15)	-0.014*** (-4.56)	-0.005 (-1.38)
LEVER	-3.421*** (-9.92)	-1.242*** (-3.11)	-3.617*** (-8.93)	-2.685*** (-6.70)	-1.423*** (-3.27)	-3.322*** (-7.11)
ROA	12.097*** (12.82)	9.573*** (7.93)	11.786*** (11.35)	13.084*** (11.90)	9.635*** (7.24)	12.262*** (9.93)
INTCOV	0.011*** (3.33)	0.101*** (11.23)	0.015*** (4.20)	0.006** (2.12)	0.093*** (9.54)	0.011*** (3.63)
Dummies año			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas
N	1522	1301	1522	1293	1150	1293
Pseudo-R ²	0.131	0.147	0.199	0.106	0.125	0.188
Cox and Snell R ²	0.318	0.339	0.441	0.251	0.282	0.402
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.336	0.360	0.466	0.269	0.303	0.430
Log Likelihood	-1796.74	-1569.89	-1656.41	-1507.85	-1334.36	-1369.82
Likelihood ratio χ^2	540.01***	538.76***	820.67***	356.02***	380.75***	632.09***
Wald	472.10***	453.07***	434.13***	320.10***	332.90***	289.53***

5.2.2 La independencia en el consejo de administración y la calificación de crédito

La tabla 15 recoge los resultados de las tres variantes de la estimación del modelo logit ordenado relativos al efecto de la variable independencia del consejo de administración en la calificación de crédito, en consonancia con la hipótesis 2. Se mantienen dentro del modelo todas las variables de control previamente definidas (LEVER, SIZE, ROA e INTCOV). Como se predijo en la segunda hipótesis, se obtiene para INDEPBD, representada por la proporción de miembros independientes dentro del consejo, un coeficiente positivo y significativo en todas las especificaciones del modelo y para ambos *ratings* de crédito. Si bien para R1, la variable dependiente de las calificaciones de crédito de *Moody's*, el efecto de la independencia es pequeño en

el modelo I, con un nivel de significación inferior al 10%, cuando se controla el efecto del país, el efecto temporal y el efecto del sector en el modelo III la influencia positiva de INDEPBD es sólida, con un nivel de significación inferior al 1%. Mientras que para los *ratings* de *Standard and Poor's* en todas las estimaciones de los tres modelos se alcanza un nivel de significación inferior al 5%.

Tabla 15. Estimación del modelo logit ordenado para el nivel de independencia del consejo de administración y la calificación de crédito

Coefficientes de máxima verosimilitud (estadístico z) de la regresión logit ordenada, expresados en unidades *log-odds*. La variable dependiente es la calificación de crédito de *Moody's* (R1) y de *Standard and Poor's* (R4) y su escala numérica puede verse en la tabla 8. Las variables independientes están definidas en la tabla 9. El modelo II no incluye *outliers* y en el modelo III se controlan los efectos temporales, del país y del sector. Pseudo R², Cox & Snell R² y Nagelkerke/Cragg & Uhler R² son medidas de bondad del ajuste del modelo. *Log likelihood* es el logaritmo de verosimilitud del modelo. *Likelihood ratio* χ^2 representa la razón de verosimilitud para testar la hipótesis nula de que todos los coeficientes en el modelo son iguales a cero y se distribuye como una χ^2 . Wald es el test de Wald de significación conjunta de los coeficientes distribuido como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación. (***) Nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Variable dependiente: Rating	R1			R4		
	I	II	III	I	II	III
INDEPBD	0.328* (1.73)	0.427** (2.11)	2.145*** (5.39)	0.423** (2.10)	0.472** (2.22)	1.537*** (3.82)
LEVER	-2.723*** (-7.96)	-0.909** (-2.27)	-3.493*** (-8.45)	-2.035*** (-5.11)	-1.000** (-2.29)	-2.426*** (-5.13)
SIZE	1.162*** (24.10)	1.086*** (21.38)	1.178*** (21.93)	0.912*** (18.95)	0.859*** (16.85)	0.995*** (17.91)
ROA	11.329*** (12.28)	8.451*** (7.05)	12.938*** (12.32)	10.638*** (9.87)	8.032*** (6.15)	11.373*** (9.25)
INTCOV	0.009*** (2.81)	0.085*** (9.26)	0.013*** (3.92)	0.006** (2.32)	0.081*** (8.34)	0.014*** (4.39)
Dummies año			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas
N	1522	1301	1522	1293	1150	1293
Pseudo-R ²	0.218	0.222	0.282	0.163	0.170	0.258
Cox and Snell R ²	0.472	0.467	0.562	0.359	0.363	0.507
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.499	0.496	0.594	0.384	0.39	0.542
Log Likelihood	-1615.99	-1430.20	-1483.47	-1411.99	-1265.86	-1250.32
Likelihood ratio χ^2	901.52***	818.14***	1166.56***	547.75***	517.75***	871.09***
Wald	702.76***	629.44***	652.18***	461.28***	431.13***	457.27***

Esta relación positiva entre la independencia y la calificación de crédito destaca la importancia que las diferentes agencias calificadoras de crédito le confieren a la independencia del consejo y que logra a través de la inclusión de miembros que proporcionan una supervisión imparcial de la alta dirección y que tienen el suficiente libre criterio para poder ejecutar con eficacia las diferentes funciones encomendadas.

CAPÍTULO 5: Análisis empírico

Este punto de vista es congruente con lo establecido en diferentes códigos de buen gobierno y con los resultados obtenidos en artículos anteriores (Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2006; Bhojraj y Sengupta, 2003). En consecuencia, esta mayor habilidad del consejo para una supervisión más independiente, y que proporciona al mismo tiempo un control más eficaz, contribuye a una mayor protección de los intereses de todos los *stakeholders*, y por ende de los acreedores y *bondholders*, y reduce el riesgo de crédito de la empresa mejorando así la calidad de su crédito.

Todas las variables de control presentan los signos esperados y son estadísticamente significativas: LEVER tiene un efecto negativo, mientras que SIZE, ROA e INTCOV presentan una relación positiva, todas con un nivel de significación inferior al 5% en ambas calificaciones de crédito.

5.2.3 La dualidad en el consejo de administración y la calificación de crédito

El contraste de la tercera hipótesis de esta tesis, concerniente al hecho de que los puestos de director general y de presidente del consejo recaen en una misma persona y afecte de forma negativa la calificación de crédito de la empresa, se verifica a partir de los resultados de las estimaciones del modelo logit ordenado recogidos en la tabla 16. A un nivel de significación inferior al 5% (o mejor), la variable DUAL, una *dummy* que adquiere el valor de 1 cuando existe dualidad en la empresa y 0 en caso contrario, afecta de manera significativa, en la mayoría de las estimaciones, a las calificaciones de crédito de *Moody's* y *Standard and Poor's*. Sólo en el modelo III de esta última agencia no presenta un efecto estadísticamente importante. Sin embargo, este efecto no es el esperado, y la evidencia en la tabla 16 revela que la existencia de dualidad en las empresas conduce a las agencias calificadoras de crédito a asignar mayores *ratings* a estas compañías, dado que, como puede observarse, el coeficiente de DUAL obtenido en las estimaciones es positivo.

En contraposición con lo afirmado en la hipótesis 3, en donde se establecía la posible influencia negativa de la dualidad en las empresas, la variable DUAL no parece ser considerada por las agencias de crédito, en este caso por *Moody's* y *Standard and Poor's*, como un factor potencial de riesgo de expropiación de los acreedores y

bondholders a pesar de que el presidente del consejo desempeñe también las funciones de la dirección general. Este resultado sugiere que para las empresas es menos costoso, en términos de riesgo de incumplimiento de las obligaciones financieras, mantener unidas las dos funciones.

Tabla 16. Estimación del modelo logit ordenado para la dualidad en el consejo de administración y la calificación de crédito

Coefficientes de máxima verosimilitud (estadístico z) de la regresión logit ordenada, expresados en unidades *log-odds*. La variable dependiente es la calificación de crédito de *Moody's* (R1) y de *Standard and Poor's* (R4) y su escala numérica puede verse en la tabla 8. Las variables independientes están definidas en la tabla 9. El modelo II no incluye *outliers* y en el modelo III se controlan los efectos temporales, del país y del sector. Pseudo R², Cox & Snell R² y Nagelkerke/Cragg & Uhler R² son medidas de bondad del ajuste del modelo. *Log likelihood* es el logaritmo de verosimilitud del modelo. *Likelihood ratio* χ^2 representa la razón de verosimilitud para testar la hipótesis nula de que todos los coeficientes en el modelo son iguales a cero y se distribuye como una χ^2 . Wald es el test de Wald de significación conjunta de los coeficientes distribuido como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación. (***) Nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Variable dependiente: Rating	R1			R4		
	I	II	III	I	II	III
DUAL	0.295** (2.06)	0.488*** (3.28)	0.570** (2.79)	0.336** (2.28)	0.472*** (3.07)	-0.252 (-1.14)
LEVER	-2.772*** (-8.14)	-0.928** (-2.32)	-3.510*** (-8.55)	-2.213*** (-5.61)	-1.218*** (-2.82)	-2.593*** (-5.52)
SIZE	1.145*** (23.65)	1.062*** (20.77)	1.171*** (21.87)	0.885*** (18.35)	0.825*** (16.10)	0.995*** (17.90)
ROA	11.741*** (12.88)	9.284*** (7.98)	13.364*** (12.72)	11.294*** (10.59)	8.972*** (6.98)	11.762*** (9.57)
INTCOV	0.009*** (2.92)	0.088*** (9.51)	0.013*** (3.98)	0.006** (2.26)	0.083*** (8.50)	0.014*** (4.49)
Dummies año			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas
N	1522	1301	1522	1293	1150	1293
Pseudo-R ²	0.218	0.224	0.277	0.163	0.171	0.254
Cox and Snell R ²	0.472	0.469	0.556	0.360	0.365	0.502
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.499	0.499	0.587	0.385	0.393	0.537
Log Likelihood	-1615.34	-1426.99	-1494.14	-1411.57	-1263.58	-1257.05
Likelihood ratio χ^2	902.81***	824.58***	1145.22***	548.59***	522.31***	857.63***
Wald	701.05***	630.17***	637.66***	459.91***	432.49***	446.46***

Este resultado es coherente con investigaciones previas que han demostrado que compañías sin dualidad no muestran resultados superiores frente a aquellas en las que ambos cargos se encuentran separados, de manera que las ventajas o beneficios que podría tener la separación de ambas funciones exigen muy diversos matices. En este sentido, Dalton y Dalton (2005), examinando 69 estudios correspondientes a un período de 40 años, encuentran que no existe una diferencia importante, en cuanto a

CAPÍTULO 5: Análisis empírico

resultados o medidas de rendimiento contable y de mercado se refiere, entre compañías donde las posiciones de director general y presidente del consejo están separadas comparándolas con aquellas donde dichas posiciones se mantienen unidas. Schmid y Zimmermann (2008) obtienen un resultado análogo utilizando una muestra de empresas de Suiza, país donde la escisión de roles es común, y, además, mencionan que los costes de agencia asociados al carácter dual de la dirección general-presidencia quedan mitigados por la alineación de incentivos a través de un nivel adecuado en la participación de las acciones de la empresa. En la misma línea, Jackling y Johl (2009) encuentran que el papel dual de los consejeros no tiene ningún efecto en el rendimiento -medido con ROA- ni en el valor de la empresa -medido con la Q de Tobin- y Shukeri *et al.* (2012) obtienen el mismo resultado pero utilizando ROE como medida de rendimiento financiero. Por otro lado, Huse *et al.* (2011) señalan que aunque desde la perspectiva de la teoría de la agencia la dualidad debería ser evitada para mantener una mayor independencia, desde una perspectiva de trabajo en equipo y en el campo de la estrategia y del comportamiento organizacional podría no estar tan clara la conveniencia de esta separación debido a que la presidencia debe reunir habilidades de estrategia y de liderazgo para una mayor efectividad del consejo. En este sentido, las agencias de *rating* de crédito parecen atribuir una mayor capacidad de cumplimiento de las obligaciones financieras a las empresas en las que no existe una separación de las funciones de presidente-director general.

5.2.4 Las mujeres en el consejo de administración y la calificación de crédito

Como se esperaba, conforme a lo señalado en la hipótesis 4, una mayor presencia femenina dentro del consejo de administración incrementa el *rating* de crédito, visto que los coeficientes de la variable FEMBD son, en cinco de los seis modelos estimados mostrados en la tabla 17, positivos y significativos. Como puede apreciarse, los modelos I y II para las calificaciones de *Moody's* y el modelo I para las de *Standard and Poor's* revelan que el coeficiente de FEMB resulta significativo con un nivel de confianza superior al 90%. Esta significación se intensifica en los modelos III para ambas agencias de *rating* (superior al 99%) una vez que se toman en cuenta los efectos temporales, del país y del sector. Sólo en el modelo II para R4, FEMBD resulta

no significativa al nivel del 90%. Este resultado sugiere que tanto *Moody's* como *Standard and Poor's* tienen una percepción positiva de la presencia femenina en el consejo de administración, entendiéndolo como un elemento que proporciona mayor seguridad en cuanto a cumplimiento de obligaciones financieras por parte de la empresa. En otras palabras, los consejos de administración que cuentan con mujeres consejeras parecen enviar una señal de cumplimiento de las orientaciones de buen gobierno, lo que las agencias crediticias parecen entender como una mayor preocupación por la protección de los intereses de los diferentes *stakeholders*.

Tabla 17. Estimación del modelo logit ordenado para la diversidad de género en el consejo de administración y la calificación de crédito

Coefficientes de máxima verosimilitud (estadístico z) de la regresión logit ordenada, expresados en unidades *log-odds*. La variable dependiente es la calificación de crédito de *Moody's* (R1) y de *Standard and Poor's* (R4) y su escala numérica puede verse en la tabla 8. Las variables independientes están definidas en la tabla 9. El modelo II no incluye *outliers* y en el modelo III se controlan los efectos temporales, del país y del sector. Pseudo R², Cox & Snell R² y Nagelkerke/Cragg & Uhler R² son medidas de bondad del ajuste del modelo. *Log likelihood* es el logaritmo de verosimilitud del modelo. *Likelihood ratio* χ^2 representa la razón de verosimilitud para testar la hipótesis nula de que todos los coeficientes en el modelo son iguales a cero y se distribuye como una χ^2 . Wald es el test de Wald de significación conjunta de los coeficientes distribuido como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación. (***) Nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Variable dependiente: Rating	R1			R4		
	I	II	III	I	II	III
FEMBD	0.911* (1.89)	0.857* (1.68)	2.488*** (3.90)	0.944* (1.89)	0.675 (1.29)	3.288*** (4.67)
LEVER	-2.746*** (-8.07)	-0.983** (-2.47)	-3.625*** (-8.79)	-2.189*** (-5.56)	-1.187** (-2.75)	-2.813*** (-5.92)
SIZE	1.153*** (23.96)	1.080*** (21.30)	1.171*** (21.89)	0.912*** (18.97)	0.863*** (16.90)	0.993*** (17.78)
ROA	11.285*** (12.20)	8.747*** (7.42)	12.811*** (12.15)	10.729*** (9.85)	8.467*** (6.48)	11.218*** (9.06)
INTCOV	0.009*** (2.95)	0.084*** (9.21)	0.014*** (4.14)	0.007** (2.45)	0.082*** (8.36)	0.014*** (4.59)
Dummies año			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas
N	1522	1301	1522	1293	1146	1293
Pseudo-R ²	0.218	0.222	0.279	0.166	0.173	0.262
Cox and Snell R ²	0.472	0.466	0.558	0.365	0.368	0.512
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.499	0.495	0.590	0.390	0.396	0.547
Log Likelihood	-1615.70	-1431.01	-1490.38	-1403.23	-1257.37	-1241.43
Likelihood ratio χ^2	902.10***	816.54***	1152.73***	556.42***	526.06***	880.01***
Wald	703.18***	628.59***	645.13***	465.75***	434.92***	463.50***

Estos resultados han de entenderse en el contexto de investigaciones previas, como la realizada por McKinsey en los últimos cinco años sobre el impacto de una

CAPÍTULO 5: Análisis empírico

mayor diversidad de género en las empresas. Así, en su artículo “*Women Matter 2*” (2008) resalta las capacidades femeninas en el seno del consejo de administración, siendo de especial interés la probable mayor aversión al riesgo de las mujeres. Esta característica de mayor aversión de las mujeres a tomar decisiones que impliquen un elevado nivel de riesgo ha sido ampliamente estudiada en la literatura tanto de carácter económico como psicológico (Adams *et al.*, 2011; Barber y Odean, 2001; Bernasek y Shwiff, 2001; Borghans *et al.*, 2009; Byrnes *et al.*, 1999; De Paola, 2013; Dreber *et al.*, 2011; Dwyer *et al.*, 2002; Faccio *et al.*, 2014; Halko *et al.*, 2012; Jianakoplos, 1998; Mateos de Cabo *et al.*, 2012). Cabe pensar, por tanto, que este rasgo es probable que se encuentre en la base de la mejor calificación crediticia de las empresas con mayor participación de consejeras. En este sentido, está contrastado que las mujeres poseen un estilo de inversión mucho más prudente en comparación con el de los hombres (Bernasek y Shwiff, 2001; Charness y Gneezy, 2010; Charness y Gneezy, 2012; Felton *et al.*, 2003; Jacobsen *et al.*, 2014; Watson y McNaughton, 2007) y que suelen aplicar criterios que implican una mayor protección a los diferentes *stakeholders* (Becchetti *et al.*, 2013), haciendo referencia a principios de mayor igualdad entre los diferentes partícipes (Eckel y Grossman, 1998; Güth *et al.*, 2007) y favoreciendo una equitativa redistribución de los recursos (Alesina y Giuliano, 2011; Durante *et al.*, 2014), lo que, en términos corporativos, podría conducir a una reducción del riesgo de crédito de las compañías en cuyo consejo participan. Por otro lado, podría darse un proceso de influencia mutua de modo que la presencia de mujeres sea más frecuente en los consejos de empresas que presentan menores niveles de riesgo precisamente por la mayor aversión al riesgo de aquellas. Por ejemplo, Farrell y Hersch (2005) encuentran que la propensión a nombrar a una mujer en el consejo de administración es mayor en aquellas empresas que presentan mejores rendimientos y menor riesgo. La razón que los autores argumentan es que las consejeras, dada la cada vez mayor demanda de diversidad de género, se auto-seleccionan en firmas con este tipo de características financieras.

Los resultados obtenidos en esta tesis están en la misma línea de diversos trabajos que muestran evidencia de que las consejeras tienen un impacto sustancial y relevante en la estructura del consejo y en los resultados de la empresa. En este sentido, por ejemplo, Adams y Ferreira (2009) encuentran que, dentro de los consejos, las mujeres se comportan de manera diferente a los hombres y su participación se relaciona positivamente con medidas de efectividad del consejo, y Adams *et al.* (2011)

encuentran que el nombramiento de consejeras produce un mayor rendimiento del mercado de valores que el nombramiento de sus homólogos varones. De la misma manera, Nielsen y Huse (2010) muestran que las mujeres en los consejos permiten un mejor control estratégico, incrementando su eficacia al reducir el nivel de conflicto y asegurar una calidad elevada en las actividades de desarrollo del consejo. Por otro lado, en un estudio realizado en 353 compañías del Fortune 500, las empresas con mayor representación de mujeres en los equipos de alta dirección experimentaron significativamente mejor rendimiento financiero (Catalyst, 2004). Igualmente, Carter *et al.* (2003) y Catalyst (2011) muestran que las empresas con mayor diversidad de género en los consejos de administración presentan mejores resultados financieros. Los resultados de Wilson (2009) sugieren que contar con al menos una mujer en el consejo reduce la probabilidad de la quiebra de una empresa en un 20%, y tener dos o tres consejeras reduce la probabilidad de quiebra aún más. En esta misma línea Wilson y Altanlar (2009) encuentran una relación negativa entre la proporción de mujeres en el consejo y el riesgo de insolvencia. Finalmente, como lo señala el *Credit Suisse Research Institute* (Curtis *et al.*, 2012), la heterogeneidad dentro de un consejo, en este caso relacionada con la diversidad de género, puede generar debates que desembocan en mejores propuestas y mejores soluciones a los problemas planteados. Esas ideas se basan en la asunción de que no es necesariamente el rendimiento de las minorías lo que mejora el resultado, sino más bien, es el hecho de que la mayoría dentro del grupo mejora su propio rendimiento en respuesta a la implicación de esas minorías. Bajo este tipo de premisas se pueden interpretar los resultados mostrados en la tabla 17.

La estimación del modelo, al igual que en los demás casos, incluye a las cuatro variables de control que proporcionan los mismos signos en sus coeficientes que los comentados en las anteriores estimaciones.

Como previamente se mencionó, una vez que se ha analizado de manera aislada el efecto de cada uno de los elementos del consejo de administración, ahora se lleva a cabo la estimación de las tres especificaciones del modelo con todos los factores tomados en su conjunto, los resultados se presentan en la tabla 18. La variable de control SIZE no ha sido incluida debido a la elevada correlación que presenta con TAMCA y sólo se han estimado LEVER, ROA e INTCOV.

Tabla 18. Estimación del modelo logit ordenado para las variables del consejo de administración y la calificación de crédito

Coefficientes de máxima verosimilitud (estadístico z) de la regresión logit ordenada, expresados en unidades *log-odds*. La variable dependiente es la calificación de crédito de *Moody's* (R1) y de *Standard and Poor's* (R4) y su escala numérica puede verse en la tabla 8. Las variables independientes están definidas en la tabla 9. El modelo II no incluye *outliers* y en el modelo III se controlan los efectos temporales, del país y del sector. Pseudo R², Cox & Snell R² y Nagelkerke/Cragg & Uhler R² son medidas de bondad del ajuste del modelo. *Log likelihood* es el logaritmo de verosimilitud del modelo. *Likelihood ratio* χ^2 representa la razón de verosimilitud para testar la hipótesis nula de que todos los coeficientes en el modelo son iguales a cero y se distribuye como una χ^2 . Wald es el test de Wald de significación conjunta de los coeficientes distribuido como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación. (***) Nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Variable dependiente: Rating	R1			R4		
	I	II	III	I	II	III
TAMCA	0.483*** (6.18)	0.530*** (6.38)	0.455*** (5.03)	0.433*** (5.17)	0.478*** (5.40)	0.324*** (3.19)
TAMCA2	-0.006** (-2.00)	-0.008*** (-2.76)	-0.006* (-1.73)	-0.007** (-2.19)	-0.009** (-2.72)	-0.003 (-0.79)
INDEPBD	1.949*** (8.73)	1.958*** (8.25)	2.572*** (6.52)	1.288*** (5.59)	1.342*** (5.53)	1.255*** (3.20)
DUAL	0.297** (2.04)	0.390** (2.56)	0.512** (2.42)	0.421*** (2.79)	0.488*** (3.08)	-0.371 (-1.58)
FEMBD	1.603*** (3.23)	1.339** (2.55)	1.378** (2.19)	1.304** (2.56)	0.885* (1.65)	2.422*** (3.45)
LEVER	-3.468*** (-9.97)	-1.227*** (-3.05)	-3.687*** (-9.03)	-2.605*** (-6.40)	-1.315*** (-2.96)	-3.324*** (-6.98)
ROA	11.805*** (12.26)	8.714*** (7.05)	11.347*** (10.89)	12.681*** (11.19)	9.409*** (6.90)	11.551*** (9.24)
INTCOV	0.010*** (2.93)	0.098*** (10.95)	0.014*** (4.02)	0.005* (1.82)	0.091*** (9.34)	0.012*** (3.71)
Dummies año			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas
N	1522	1301	1522	1293	1146	1293
Pseudo-R ²	0.158	0.174	0.213	0.122	0.143	0.197
Cox and Snell R ²	0.370	0.389	0.464	0.284	0.315	0.418
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.391	0.413	0.490	0.303	0.339	0.446
Log Likelihood	-1740.74	-1518.98	-1627.02	-1476.77	-1303.37	-1349.95
Likelihood ratio χ^2	652.02***	640.59***	879.46***	409.35***	434.06***	662.99***
Wald	550.70***	522.92***	478.34***	360.80***	372.76***	316.53***

Se puede advertir que, ver tabla 18, cuando se consideran todas las variables del consejo de administración dentro del mismo modelo, se obtienen las mismas conclusiones que las previamente conseguidas. La existencia de consejeros independientes y de consejeras así como también el tamaño del consejo de administración (en una primera etapa), conducen a calificaciones de crédito superiores tanto para *Moody's* como para *Standard and Poor's* (los coeficientes de TAMCA, INDEPBD Y FEMBD son positivos y significativos a un nivel de significación inferior al 5% o 1%). Asimismo, la variable cuadrática del tamaño del consejo produce una

reducción en el *rating* de crédito como lo apunta el signo negativo y significativo del coeficiente de TAMCA2. Estas estimaciones corroboran, nuevamente, las hipótesis 1, 2 y 4. Por otra parte, la figura de dualidad director general-presidente dentro de la empresa vuelve a arrojar, en cinco de los seis modelos estimados, un efecto contrario a lo que se tenía previsto, DUAL es significativo y con un signo positivo no esperado que obliga a rebatir la hipótesis 3. Las variables de control resultan significativas y con los signos esperados.

5.2.5 La concentración de la propiedad y la calificación de crédito

Una vez desarrolladas las estimaciones de las variables relativas a los elementos del consejo de administración, el enfoque ahora se centra en comprobar y analizar el efecto de la estructura de propiedad, el segundo mecanismo de gobierno objeto de estudio en esta tesis, en los *ratings* de crédito conforme a lo expuesto en las hipótesis 5, 6 y 7. En consecuencia, las siguientes tablas expondrán los resultados conseguidos de la estimación de las tres especificaciones del modelo logit ordenado para cada una de las tres características de la estructura de propiedad: la concentración de la propiedad, la contestación al poder del accionista principal y la participación bancaria en la propiedad de la empresa.

Los resultados de la estimación del modelo logit ordenado para la concentración de la propiedad, el primer componente de la estructura de propiedad, y las cuatro variables de control se exponen en las tablas 19 (I) y (II). Como se puede recordar (tabla 9), la concentración de la propiedad se ha medido a través de dos variables: P1 y C5, mientras la primera mide sólo la propiedad en manos del accionista principal, la segunda contempla la propiedad de los primeros cinco accionistas. Consistente con la hipótesis 5, los resultados sugieren que la concentración de la propiedad, medida tanto con P1 como con C5, se asocia a una mayor probabilidad de recibir una calificación de crédito inferior. En efecto, cuando se emplea la calificación asignada por *Standard and Poor's* como variable dependiente, es decir R4 (tabla 19 (II)), tanto P1 (a un nivel inferior del 5%) como C5 (a un nivel inferior del 5% y del 1% cuando se controlan los efectos temporales, del país y del sector) se vinculan negativa y significativamente con ella. De idéntica manera, P1 y C5 se relacionan de manera negativa y significativa con

CAPÍTULO 5: Análisis empírico

los ratings de crédito emitidos por *Moody's* (tabla 19 (I)) con la pequeña diferencia de que P1 en el modelo III resulta significativa con un nivel de confianza superior al 90%.

Tabla 19 (I). Estimación del modelo logit ordenado para la concentración de la propiedad y la calificación de crédito (para R1)

Coefficientes de máxima verosimilitud (estadístico z) de la regresión logit ordenada, expresados en unidades *log-odds*. La variable dependiente es la calificación de crédito de *Moody's* (R1) y de *Standard and Poor's* (R4) y su escala numérica puede verse en la tabla 8. Las variables independientes están definidas en la tabla 9. El modelo II no incluye *outliers* y en el modelo III se controlan los efectos temporales, del país y del sector. Pseudo R², Cox & Snell R² y Negelkerke/Cragg & Uhler R² son medidas de bondad del ajuste del modelo. *Log likelihood* es el logaritmo de verosimilitud del modelo. *Likelihood ratio* χ^2 representa la razón de verosimilitud para testar la hipótesis nula de que todos los coeficientes en el modelo son iguales a cero y se distribuye como una χ^2 . Wald es el test de Wald de significación conjunta de los coeficientes distribuido como como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación. (***) Nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Variable dependiente: Rating	R1			R1		
	I	II	III	I	II	III
P1	-0.455** (-2.03)	-0.400** (-1.70)	-0.433* (-1.71)			
C5				-0.584*** (-2.93)	-0.506** (-2.39)	-0.724*** (-3.33)
LEVER	-3.124*** (-9.34)	-1.323*** (-3.36)	-4.131*** (-10.30)	-3.107*** (-9.34)	-1.295*** (-3.30)	-4.163*** (-10.40)
SIZE	1.107*** (23.45)	1.073*** (21.24)	1.130*** (21.73)	1.101*** (23.30)	1.068*** (21.09)	1.121*** (21.52)
ROA	10.611*** (12.27)	8.991*** (7.74)	12.629*** (12.61)	10.518*** (12.14)	8.821*** (7.57)	12.582*** (12.55)
INTCOV	0.012*** (5.35)	0.086*** (9.36)	0.015*** (5.54)	0.012*** (5.28)	0.086*** (9.37)	0.014*** (5.40)
Dummies año			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas
N	1522	1300	1522	1522	1300	1522
Pseudo-R ²	0.218	0.230	0.277	0.219	0.230	0.279
Cox and Snell R ²	0.477	0.481	0.561	0.479	0.482	0.564
Negelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.503	0.510	0.591	0.505	0.512	0.594
Log Likelihood	-1644.64	-1432.27	-1520.69	-1642.45	-1430.86	-1516.63
Likelihood ratio χ^2	919.01***	853.17***	1166.91***	923.39***	855.98***	1175.03***
Wald	716.40***	648.25***	661.22***	719.01***	650.24***	665.08***

Tabla 19 (II). Estimación del modelo logit ordenado para la concentración de la propiedad y la calificación de crédito (para R4)

Variable dependiente: Rating	R4			R4		
	I	II	III	I	II	III
P1	-0.604** (-2.45)	-0.561** (-2.18)	-0.639** (-2.28)			
C5				-0.664** (-2.82)	-0.612** (-2.47)	-0.853*** (-3.23)
LEVER	-2.290*** (-5.94)	-1.310*** (-3.09)	-3.166*** (-6.85)	-2.231*** (-5.80)	-1.244*** (-2.94)	-3.148*** (-6.82)
SIZE	0.885*** (18.45)	0.830*** (16.34)	0.964*** (17.14)	0.881*** (18.38)	0.826*** (16.26)	0.953*** (16.90)
ROA	10.720*** (10.03)	8.106*** (6.28)	11.861*** (9.49)	10.529*** (9.81)	7.865*** (6.04)	11.679*** (9.36)
INTCOV	0.006** (2.35)	0.082*** (8.41)	0.013*** (4.29)	0.006** (2.36)	0.082*** (8.45)	0.013*** (4.29)
Dummies año			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas
N	1293	1142	1293	1293	1142	1293
Pseudo-R ²	0.168	0.174	0.261	0.168	0.175	0.263
Cox and Snell R ²	0.369	0.371	0.512	0.370	0.372	0.514
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.394	0.399	0.547	0.395	0.400	0.550
Log Likelihood	-1397.48	-1253.07	-1240.05	-1396.49	-1252.38	-1237.42
Likelihood ratio χ^2	562.67***	529.09***	877.52***	564.64***	530.48***	882.77***
Wald	467.69***	436.49***	459.72***	469.12***	437.47***	462.81***

Estos resultados sugieren un efecto atrincheramiento por parte de los accionistas controladores. Esta posición puede menoscabar los beneficios que les corresponde recibir a los *stakeholders*, entre ellos *bondholders* y acreedores, por su participación o inversión en la empresa. Como consecuencia, las agencias calificadoras de crédito reparan en los costes potenciales de la concentración de propiedad y la perciben como un factor potencial de riesgo de expropiación de los acreedores y de los *bondholders*, en vista de que el principal o principales accionistas pueden aprovecharse de su posición controladora y buscar extraer beneficios privados directos a costa de los *stakeholders* (especialmente accionistas minoritarios y acreedores), por tanto existe el peligro de transferir riqueza de estos hacia los principales accionistas. Se trata de resultados coherentes con la investigación de Díez *et al.* (2013), quienes documentan las condiciones bajo las cuales el principal accionista de una empresa puede tener incentivos a asumir políticas de inversión más arriesgadas.

CAPÍTULO 5: Análisis empírico

Al igual que en los modelos estimados con las variables del consejo de administración, este incorpora LEVER, SIZE, ROA e INTCOV como variables de control y como *proxies* del riesgo de incumplimiento de las obligaciones financieras. Todas ellas resultan altamente significativas (a un nivel inferior al 1% en la mayoría de las estimaciones) y los signos de los coeficientes son tal y como se había pronosticado, negativo para LEVER y positivo para SIZE, ROA e INTCOV.

5.2.6 La contestación al control del principal accionista y la calificación de crédito

Las tablas 20 (I) y (II) ofrecen los resultados de las estimaciones para el contraste de la hipótesis 6. Con este propósito, los modelos logit ordenado I, II y III para R1 y para R4, además de las variables de control (LEVER, SIZE, ROA e INTCOV), incorporan dos valores del índice Herfindahl expresados por HERF1 y HERF2. Estas dos variables independientes reflejan concentración y, por tanto, han de entenderse como indicadores de una menor contestación al control del principal accionista (ver tabla 9 para una definición más completa). La tabla 20 (I) muestra que para R1, HERF1 es negativo y significativo en los modelos I y II (a un nivel inferior de 5% y 10% respectivamente) perdiendo su efecto en el modelo III pero manteniendo su signo negativo y, HERF2, de igual manera, exhibe una relación negativa y significativa con R1 en los tres modelos. Estos resultados quedan confirmados, incluso con niveles de confianza más elevados, cuando se usa R4 como variable dependiente (tabla 20 (II)). En este caso, los coeficientes de HERF1 y HERF2 son, igualmente, negativos y presentan un nivel de significación, en ambos casos, inferior al 5% en los modelos I y II e inferior al 10% en el modelo III cuando se toman en cuenta los efectos temporales, del país y del sector.

Tabla 20 (I). Estimación del modelo logit ordenado para la contestación al poder del principal accionista y la calificación de crédito (para R1)

Coefficientes de máxima verosimilitud (estadístico z) de la regresión logit ordenada, expresados en unidades *log-odds*. La variable dependiente es la calificación de crédito de *Moody's* (R1) y de *Standard and Poor's* (R4) y su escala numérica puede verse en la tabla 8. Las variables independientes están definidas en la tabla 9. El modelo II no incluye *outliers* y en el modelo III se controlan los efectos temporales, del país y del sector. Pseudo R², Cox & Snell R² y Nagelkerke/Cragg & Uhler R² son medidas de bondad del ajuste del modelo. *Log likelihood* es el logaritmo de verosimilitud del modelo. *Likelihood ratio* χ^2 representa la razón de verosimilitud para testar la hipótesis nula de que todos los coeficientes en el modelo son iguales a cero y se distribuye como una χ^2 . Wald es el test de Wald de significación conjunta de los coeficientes distribuido como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación. (***) Nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Variable dependiente: Rating	R1			R1		
	I	II	III	I	II	III
HERF1	-0.537** (-2.11)	-0.430* (-1.62)	-0.320 (-1.11)			
HERF2				-0.494** (-2.30)	-0.367* (-1.61)	-0.476** (-2.04)
LEVER	-3.178*** (-9.46)	-1.320*** (-3.35)	-4.122*** (-10.25)	-3.182*** (-9.47)	-1.316*** (-3.34)	-4.164*** (-10.35)
SIZE	1.115*** (23.58)	1.077*** (21.35)	1.138*** (21.85)	1.113*** (23.54)	1.076*** (21.33)	1.134*** (21.77)
ROA	10.948*** (12.30)	9.089*** (7.85)	12.751*** (12.47)	10.920*** (12.26)	9.062*** (7.82)	12.774*** (12.49)
INTCOV	0.009*** (3.00)	0.086*** (9.33)	0.013*** (4.06)	0.009*** (2.97)	0.086*** (9.33)	0.013*** (4.04)
Dummies año			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas
N	1522	1300	1522	1522	1300	1522
Pseudo-R ²	0.217	0.229	0.275	0.217	0.229	0.276
Cox and Snell R ²	0.475	0.481	0.558	0.475	0.481	0.559
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.500	0.510	0.588	0.501	0.510	0.589
Log Likelihood	-1643.52	-1432.42	-1521.28	-1643.133	-1432.435	-1519.896
Likelihood ratio χ^2	911.44***	852.86***	1155.91***	912.21***	852.84***	1158.68***
Wald	710.74***	647.78***	656.21***	711.55***	648.11***	657.66***

Tabla 20 (II). Estimación del modelo logit ordenado para la contestación al poder del principal accionista y la calificación de crédito (para R4)

Variable dependiente: Rating	R4			R4		
	I	II	III	I	II	III
HERF1	-0.786** (-2.62)	-0.741** (-2.41)	-0.551* (-1.66)			
HERF2				-0.631** (-2.36)	-0.559** (-2.03)	-0.552* (-1.89)
LEVER	-2.278*** (-5.91)	-1.308*** (-3.09)	-3.136*** (-6.80)	-2.274*** (-5.90)	-1.298*** (-3.06)	-3.147*** (-6.82)
SIZE	0.890*** (18.63)	0.834*** (16.50)	0.975*** (17.45)	0.889*** (18.61)	0.835*** (16.50)	0.972*** (17.37)
ROA	10.882*** (10.18)	8.310*** (6.46)	11.843*** (9.47)	10.778*** (10.09)	8.218*** (6.38)	11.808*** (9.46)
INTCOV	0.006** (2.34)	0.082*** (8.36)	0.013*** (4.29)	0.006** (2.35)	0.082*** (8.38)	0.013*** (4.29)
Dummies año			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas
N	1293	1142	1293	1293	1142	1293
Pseudo-R ²	0.168	0.175	0.261	0.167	0.174	0.261
Cox and Snell R ²	0.369	0.371	0.511	0.369	0.370	0.512
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.395	0.399	0.546	0.394	0.398	0.547
Log Likelihood	-1397.179	-1252.648	-1241.294	-1397.803	-1253.460	-1240.902
Likelihood ratio χ^2	563.26***	529.94***	875.03***	562.01***	528.32***	875.81
Wald	468.15***	437.47***	458.51***	467.26***	436.22***	458.91

Congruentemente con lo expuesto en la hipótesis 6, la mayor capacidad de contestar al poder del accionista dominante repercute en una mayor probabilidad de recibir una calificación de crédito superior. De las tablas 20 (I) y (II) se puede deducir que la concentración de poder en manos del accionista dominante en las empresas conduce a las agencias de *rating* de crédito a emitir calificaciones inferiores para estas empresas. Esta evidencia se une de manera lógica, y proporciona respaldo, a la explicación proporcionada en el punto anterior sobre el efecto negativo de la concentración de la propiedad en los *ratings*. De acuerdo con esta línea argumental se puede inferir que una mayor distribución del poder, a través de una mayor participación del segundo y tercer accionistas, tiene una influencia positiva en las calificaciones de crédito dado que se produce un efecto control por parte de los accionistas de referencia sobre el comportamiento del propietario principal, limitando así los beneficios privados que éste podría obtener en perjuicio de los rendimientos de los otros *stakeholders*. De esta manera se puede notar que tanto los *bondholders* y

acreedores así como también las agencias de *rating* de crédito son capaces de evaluar el riesgo latente de expropiación en las empresas.

5.2.7 La participación bancaria en la propiedad de la empresa y la calificación de crédito

En lo que atañe al análisis del efecto en los *ratings* de crédito de la última característica de la estructura de propiedad, la participación de bancos en la propiedad de la empresa, la evidencia plasmada en las tablas 21 (I) y (II) recogen los principales resultados. En primer lugar hay que recordar que la propiedad de los bancos se ha representado mediante el uso de tres variables: P1B, C3B y C5B, las cuales indican la proporción en la propiedad del primer, de los tres primeros y de los cinco primeros accionistas, respectivamente, siempre y cuando dichos propietarios sean una institución bancaria.

Como se puede observar en la tabla 21 (I), para R1, el *rating* de crédito de *Moody's*, la propiedad del primer accionista bancario contribuye de manera positiva y significativa a la posibilidad de obtener una mejor calificación de crédito (P1B con un nivel de significación inferior al 10%). De la misma forma, el coeficiente de C3B resulta positivo y significativo en los tres modelos (a un nivel inferior al 5%). Finalmente, cuando se introduce en el modelo la variable independiente C5B, los coeficientes adquieren un mayor nivel de significación. Así, en los tres modelos se aprecia, igualmente que con las variables anteriores, una relación positiva y significativa entre C5B y R1 y con un nivel de confianza superior al 99%.

Los resultados obtenidos para los *ratings* de *Standard and Poor's* son bastante parecidos a los conseguidos con R1 (tabla 21 (II)). En principio, tanto los coeficientes de P1B como de C3B exhiben signos positivos y presentan una relación significativa con R4 a un nivel de confianza superior al 95%. Posteriormente, y de idéntica manera como se apreció en R1, la participación en la propiedad de los primeros cinco accionistas de naturaleza bancaria puede dar lugar a que las agencias calificadoras asignen mejores *ratings* de crédito gracias al coeficiente positivo y altamente significativo (a un nivel inferior del 1%) de C5B en los tres modelos.

CAPÍTULO 5: Análisis empírico

La evidencia presentada permite inferir dos puntos. En general, la participación de las instituciones bancarias en la propiedad aumenta la calificación crediticia de las empresas en las que participan. En segundo lugar, este efecto cobra mayor importancia cuando su porcentaje en dicha participación es relevante. Este segundo aspecto puede indicar que, a medida que aumenta la magnitud de la propiedad de los bancos, mayor influencia se alcanza en las calificaciones de crédito. No obstante, también ha de tenerse en cuenta que el efecto positivo de la participación bancaria puede ser atenuado por el efecto negativo de la propiedad del principal accionista, como se ha recogido en el contraste de la hipótesis 5.

Tabla 21 (I). Estimación del modelo logit ordenado para la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito (para R1)

Coefficientes de máxima verosimilitud (estadístico z) de la regresión logit ordenada, expresados en unidades *log-odds*. La variable dependiente es la calificación de crédito de *Moody's* (R1) y de *Standard and Poor's* (R4) y su escala numérica puede verse en la tabla 8. Las variables independientes están definidas en la tabla 9. El modelo II no incluye *outliers* y en el modelo III se controlan los efectos temporales, del país y del sector. Pseudo R², Cox & Snell R² y Nagelkerke/Cragg & Uhler R² son medidas de bondad del ajuste del modelo. *Log likelihood* es el logaritmo de verosimilitud del modelo. *Likelihood ratio* χ^2 representa la razón de verosimilitud para testar la hipótesis nula de que todos los coeficientes en el modelo son iguales a cero y se distribuye como una χ^2 . Wald es el test de Wald de significación conjunta de los coeficientes distribuido como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación. (***) Nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Variable dependiente: Rating	R1			R1			R1		
	I	II	III	I	II	III	I	II	III
P1B	6.786*** (2.93)	3.975* (1.64)	4.318* (1.76)						
C3B				8.516*** (4.58)	8.303*** (4.18)	4.793** (2.50)			
C5B							9.192*** (5.03)	8.946*** (4.57)	5.544*** (2.93)
LEVER	-2.862*** (-8.76)	-0.546 (-1.43)	-3.863*** (-10.04)	-2.935*** (-8.98)	-0.673* (-1.76)	-3.883*** (-10.10)	-2.975*** (-9.09)	-0.720* (-1.88)	-3.911*** (-10.16)
ROA	7.834*** (9.10)	4.885*** (4.39)	9.581*** (9.77)	7.823*** (9.12)	5.033*** (4.53)	9.581*** (9.78)	7.895*** (9.20)	5.142*** (4.62)	9.640*** (9.83)
INTCOV	0.011*** (3.53)	0.112*** (12.38)	0.017*** (4.86)	0.011*** (3.53)	0.111*** (12.33)	0.017*** (4.85)	0.011*** (3.53)	0.111*** (12.32)	0.017*** (4.82)
Dummies año			Incluidas			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas			Incluidas
N	1522	1300	1522	1522	1300	1522	1522	1300	1522
Pseudo-R ²	0.058	0.081	0.142	0.061	0.085	0.142	0.062	0.086	0.143
Cox and Snell R ²	0.158	0.206	0.343	0.165	0.215	0.345	0.167	0.217	0.346
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.166	0.218	0.362	0.174	0.228	0.363	0.177	0.230	0.365
Log Likelihood	-1982.63	-1708.99	-1806.20	-1976.49	-1701.50	-1804.59	-1974.30	-1699.67	-1803.40
Likelihood ratio χ^2	243.01***	299.73***	595.87***	255.31***	314.70***	599.11***	259.68***	318.36***	601.49***
Wald	220.78***	256.10***	261.15***	232.30***	267.60***	263.53***	236.47***	270.44***	265.66***

Tabla 21 (II). Estimación del modelo logit ordenado para la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito (para R4)

Variable dependiente: Rating	R4			R4			R4		
	I	II	III	I	II	III	I	II	III
P1B	6.987*** (3.04)	4.629** (1.94)	5.880** (2.39)						
C3B				7.254*** (3.69)	6.920*** (3.35)	5.092** (2.46)			
C5B							7.745*** (4.02)	7.315*** (3.61)	5.918*** (2.91)
LEVER	-1.940*** (-5.06)	-0.728* (-1.73)	-3.642*** (-7.95)	-2.008*** (-5.22)	-0.844** (-2.00)	-3.660*** (-7.97)	-2.038*** (-5.30)	-0.877** (-2.08)	-3.699*** (-8.04)
ROA	9.682*** (9.25)	5.439*** (4.34)	10.461*** (8.48)	9.685*** (9.29)	5.589*** (4.47)	10.393*** (8.45)	9.768*** (9.36)	5.700*** (4.55)	10.462*** (8.50)
INTCOV	0.006*** (1.96)	0.100*** (10.39)	0.013*** (3.95)	0.006** (1.97)	0.100*** (10.37)	0.013*** (3.95)	0.006** (1.97)	0.100*** (10.35)	0.013*** (3.94)
Dummies año			Incluidas			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas			Incluidas
N	1293	1142	1293	1293	1142	1293	1293	1142	1293
Pseudo-R ²	0.047	0.071	0.155	0.048	0.073	0.155	0.049	0.074	0.156
Cox and Snell R ²	0.121	0.171	0.346	0.125	0.177	0.346	0.126	0.178	0.348
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.130	0.184	0.370	0.133	0.190	0.370	0.135	0.192	0.372
Log Likelihood	-1599.86	-1410.34	-1419.12	-1597.53	-1406.48	-1418.88	-1596.22	-1405.54	-1417.64
Likelihood ratio χ^2	157.90***	214.55***	519.37***	162.56***	222.28***	519.85***	165.18***	224.16***	522.34***
Wald	152.32***	192.59***	197.79***	157.04***	199.23***	198.36***	159.49***	200.72***	200.67***

En conjunto, estos resultados ofrecen información sustancial sobre el efecto de la identidad del propietario principal en los *ratings* de crédito. Investigaciones anteriores han argumentado que la concentración de la propiedad en manos de *blockholders* (Ashbaugh *et al.*, 2006), de instituciones (Bhojraj y Sengupta, 2003) o en manos de familias (Boubakri y Ghouma, 2010) puede dar lugar a la extracción de beneficios privados a expensas de los demás *stakeholders*, como acreedores y *bondholders*, de manera que, ante este riesgo, las agencias de *rating* reducen las calificaciones de crédito de las empresas que exhiben estas características de propiedad. La evidencia de las tablas 21 (I) y (II) demuestra que no todos los propietarios controladores tienen el mismo impacto en las calificaciones de crédito y secundan el trabajo de Boubakri y Ghouma (2010) quienes encontraron que el control en manos de empresas financieras no parece ser considerado por las agencias de *rating* como un factor de riesgo de expropiación.

Las variables de control en las estimaciones de las tablas 20 y 21 (LEVER, SIZE, ROA e INTCOV), como ha venido ocurriendo en todas las pruebas, alcanzan los signos esperados y son estadísticamente significativas. Cabe señalar que la variable

CAPÍTULO 5: Análisis empírico

SIZE se omitió en las estimaciones de las tablas 21 (I) y (II) por estar altamente correlacionada con las variables de propiedad bancaria.

Después de analizar por separado el efecto de las tres características de la estructura de propiedad sobre la calificación de crédito, se plantea ahora un modelo conjunto de estas variables con la finalidad de contrastar los resultados previamente obtenidos. Si bien la idea es introducir las tres variables en la estimación del modelo, esto no es factible debido a la elevada correlación que presentan los índices Herfindahl con las variables que miden la concentración de propiedad. En consecuencia, hemos realizado sendas estimaciones para HERF1, HERF2 y la concentración de la propiedad por separado y en todos los casos se ha incluido la propiedad en manos de instituciones bancarias. Como hemos llevado a cabo diversos análisis con estas variables que miden el efecto de los tres componentes de la estructura de propiedad en la calificación de crédito con resultados análogos, a continuación presentamos una síntesis de los mismos en las tablas 22, 23 y 24. No obstante, el resto de los resultados se muestran al final de este capítulo en las tablas 29 (I) y (II), 30 (I) y (II) y 31 (I) y (II).

La tabla 22 muestra las estimaciones del modelo logit ordenado que incluyen a C5 y C5B. Se puede advertir, al mismo tiempo que se ratifican las hipótesis 5 y 7, que se corroboran los resultados obtenidos en las tablas 19 y 21. En primer lugar, la mayor concentración de propiedad, representada a través de C5, incrementa la probabilidad de recibir una calificación de crédito inferior tanto por *Moody's* como por *Standard and Poor's* en los tres modelos de ambas agencias (a un nivel de significación inferior al 1%).

Tabla 22. Estimación del modelo logit ordenado para la concentración de la propiedad, la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito

Coefficientes de máxima verosimilitud (estadístico z) de la regresión logit ordenada, expresados en unidades *log-odds*. La variable dependiente es la calificación de crédito de *Moody's* (R1) y de *Standard and Poor's* (R4) y su escala numérica puede verse en la tabla 8. Las variables independientes están definidas en la tabla 9. El modelo II no incluye *outliers* y en el modelo III se controlan los efectos temporales, del país y del sector. Pseudo R², Cox & Snell R² y Nagelkerke/Cragg & Uhler R² son medidas de bondad del ajuste del modelo. *Log likelihood* es el logaritmo de verosimilitud del modelo. *Likelihood ratio* χ^2 representa la razón de verosimilitud para testar la hipótesis nula de que todos los coeficientes en el modelo son iguales a cero y se distribuye como una χ^2 . Wald es el test de Wald de significación conjunta de los coeficientes distribuido como como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación. (***) Nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Variable dependiente: Rating	R1			R4		
	I	II	III	I	II	III
C5	-1.284*** (-6.71)	-1.160*** (-5.72)	-1.353*** (-6.51)	-1.392*** (-6.04)	-1.287*** (-5.33)	-1.841*** (-7.12)
C5B	9.773*** (5.30)	9.429*** (4.78)	6.258*** (3.30)	8.543*** (4.40)	7.986*** (3.90)	6.796*** (3.34)
LEVER	-3.166*** (-9.61)	-0.896** (-2.33)	-4.182*** (-10.71)	-2.058*** (-5.32)	-0.858** (-2.03)	-3.820*** (-8.25)
ROA	7.712*** (8.90)	4.688*** (4.18)	9.896*** (10.02)	9.238*** (8.77)	4.863*** (3.85)	10.685*** (8.61)
INTCOV	0.010*** (3.23)	0.107*** (11.97)	0.015*** (4.49)	0.005* (1.76)	0.097*** (10.09)	0.012*** (3.75)
Dummies año			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas
N	1522	1300	1522	1293	1142	1293
Pseudo-R ²	0.072	0.095	0.153	0.060	0.083	0.171
Cox and Snell R ²	0.193	0.237	0.365	0.152	0.199	0.375
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.204	0.251	0.385	0.163	0.214	0.401
Log Likelihood	-1951.95	-1683.20	-1782.06	-1577.88	-1391.20	-1391.75
Likelihood ratio χ^2	304.38***	351.30***	644.17***	201.85***	252.83***	574.12***
Wald	275.94***	303.12***	301.53***	190.43***	227.77***	242.68***

Una vez más, el signo positivo y significativo de C5B indica la mejor calificación de crédito cuando una o más instituciones bancarias se encuentran entre los primeros cinco accionistas y su propiedad es, además, lo suficientemente representativa como para influir en la calidad de crédito de dicha empresa. Como ya quedó apuntado en su momento, esta mejoría en el nivel de confianza de los estimadores puede estar motivado por la separación de los dos efectos contrapuestos: el carácter bancario de la entidad y la concentración de propiedad en sus manos.

Tabla 23. Estimación del modelo logit ordenado para la contestación al control, la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito

Coefficientes de máxima verosimilitud (estadístico z) de la regresión logit ordenada, expresados en unidades *log-odds*. La variable dependiente es la calificación de crédito de *Moody's* (R1) y de *Standard and Poor's* (R4) y su escala numérica puede verse en la tabla 8. Las variables independientes están definidas en la tabla 9. El modelo II no incluye *outliers* y en el modelo III se controlan los efectos temporales, del país y del sector. Pseudo R², Cox & Snell R² y Nagelkerke/Cragg & Uhler R² son medidas de bondad del ajuste del modelo. *Log likelihood* es el logaritmo de verosimilitud del modelo. *Likelihood ratio* χ^2 representa la razón de verosimilitud para testar la hipótesis nula de que todos los coeficientes en el modelo son iguales a cero y se distribuye como una χ^2 . Wald es el test de Wald de significación conjunta de los coeficientes distribuido como como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación. (***) Nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Variable dependiente: Rating	R1			R4		
	I	II	III	I	II	III
HERF2	-1.002*** (-4.84)	-0.816*** (-3.75)	-0.900*** (-4.15)	-1.200*** (-4.67)	-1.063*** (-3.98)	-1.345*** (-4.76)
C5B	9.355*** (5.09)	9.052*** (4.62)	5.719*** (3.01)	8.025*** (4.15)	7.537*** (3.71)	6.041*** (2.97)
LEVER	-3.178*** (-9.61)	-0.905** (-2.34)	-4.126*** (-10.59)	-2.103*** (-5.44)	-0.935** (-2.21)	-3.807*** (-8.26)
ROA	7.923*** (9.11)	5.085*** (4.56)	9.863*** (10.00)	9.743*** (9.30)	5.564*** (4.44)	10.903*** (8.79)
INTCOV	0.010*** (3.06)	0.108*** (12.00)	0.016*** (4.64)	0.005* (1.78)	0.096*** (10.03)	0.012*** (3.77)
Dummies año			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas
N	1522	1300	1522	1293	1142	1293
Pseudo-R ²	0.065	0.090	0.145	0.056	0.079	0.162
Cox and Snell R ²	0.176	0.226	0.349	0.142	0.189	0.360
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.185	0.239	0.368	0.151	0.204	0.385
Log Likelihood	-1962.52	-1692.56	-1794.95	-1585.49	-1397.67	-1406.17
Likelihood ratio χ^2	273.43***	332.58***	608.57***	186.64***	239.90***	545.28***
Wald	255.21***	285.20***	280.25***	178.68***	217.10***	219.89***

Ahondando en esta idea, las tablas 23 y 24 exponen ahora las estimaciones del modelo logit ordenado considerando de manera conjunta una de las variables Herfindahl –HERF1 y HERF2- y la variable C5B. De nuevo se puede apreciar en la tabla 23 que, tanto para R1 como para R4, el coeficiente de C5B es positivo y significativo (a un nivel inferior al 1%) y, además, congruentemente con la evidencia expuesta en la tabla 20 y conforme a lo sugerido en la hipótesis 6, un mayor nivel de contestación al poder del principal accionista de parte de los otros accionistas de referencia estimula a las agencias de calificación de crédito a conceder un mejor *rating* de crédito (HERF2 es negativo y estadísticamente significativo a un nivel inferior al 1%). Estos mismos resultados se pueden observar en la tabla 24.

Tabla 24. Estimación del modelo logit ordenado para la contestación al control, la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito

Coefficientes de máxima verosimilitud (estadístico z) de la regresión logit ordenada, expresados en unidades *log-odds*. La variable dependiente es la calificación de crédito de *Moody's* (R1) y de *Standard and Poor's* (R4) y su escala numérica puede verse en la tabla 8. Las variables independientes están definidas en la tabla 9. El modelo II no incluye *outliers* y en el modelo III se controlan los efectos temporales, del país y del sector. Pseudo R², Cox & Snell R² y Nagelkerke/Cragg & Uhler R² son medidas de bondad de ajuste del modelo. *Log likelihood* es el logaritmo de verosimilitud del modelo. *Likelihood ratio* χ^2 representa la razón de verosimilitud para testar la hipótesis nula de que todos los coeficientes en el modelo son iguales a cero y se distribuye como una χ^2 . Wald es el test de Wald de significación conjunta de los coeficientes distribuido como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación. (***) Nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Variable dependiente: Rating	R1			R4		
	I	II	III	I	II	III
HERF1	-1.080*** (-4.40)	-0.900*** (-3.53)	-0.794*** (-3.06)	-1.355*** (-4.61)	-1.248*** (-4.10)	-1.358*** (-4.22)
C5B	9.240*** (5.04)	8.950*** (4.58)	5.589*** (2.95)	7.854*** (4.08)	7.384*** (3.65)	5.864*** (2.88)
LEVER	-3.164*** (-9.58)	-0.900** (-2.33)	-4.072*** (-10.46)	-2.097*** (-5.43)	-0.940** (-2.22)	-3.781*** (-8.20)
ROA	7.942*** (9.13)	5.120*** (4.59)	9.786*** (9.93)	9.922*** (9.46)	5.745*** (4.58)	10.970*** (8.82)
INTCOV	0.010*** (3.12)	0.108*** (12.03)	0.016*** (4.70)	0.005* (1.79)	0.096*** (10.03)	0.012*** (3.78)
Dummies año			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas
N	1522	1300	1522	1293	1142	1293
Pseudo-R ²	0.064	0.089	0.143	0.056	0.079	0.161
Cox and Snell R ²	0.173	0.225	0.346	0.141	0.190	0.357
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.183	0.238	0.365	0.151	0.205	0.382
Log Likelihood	-1964.46	-1693.34	-1798.84	-1585.63	-1397.07	-1408.57
Likelihood ratio χ^2	269.55***	331.02***	600.79***	186.36***	241.09***	540.48***
Wald	251.62***	283.70***	273.51***	178.35***	218.08***	215.95***

Tras haber estudiado la influencia sobre el *rating* de crédito de las variables del consejo de administración por un lado y las de la estructura de propiedad por el otro, abordamos ahora un análisis global uniendo a estos dos mecanismos de gobierno con el propósito de corroborar todas las hipótesis relativas a los mismos: H1 (tamaño del consejo), H2 (independencia del consejo), H3 (dualidad en el consejo), H4 (mujeres en el consejo), H5 (concentración), H6 (contestación) y H7 (propiedad de bancos).

Tabla 25. Estimación del modelo logit ordenado: calificación de crédito, consejo de administración y estructura de propiedad

Coeficientes de máxima verosimilitud (estadístico z) de la regresión logit ordenada, expresados en unidades *log-odds*. La variable dependiente es la calificación de crédito de *Moody's* (R1) y de *Standard and Poor's* (R4) y su escala numérica puede verse en la tabla 8. Las variables independientes están definidas en la tabla 9. El modelo II no incluye *outliers* y en el modelo III se controlan los efectos temporales, del país y del sector. Pseudo R², Cox & Snell R² y Nagelkerke/Cragg & Uhler R² son medidas de bondad del ajuste del modelo. *Log likelihood* es el logaritmo de verosimilitud del modelo. *Likelihood ratio* χ^2 representa la razón de verosimilitud para testar la hipótesis nula de que todos los coeficientes en el modelo son iguales a cero y se distribuye como una χ^2 . Wald es el test de Wald de significación conjunta de los coeficientes distribuido como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación. (***) Nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Variable dependiente: Rating	R1			R1			R4			R4		
	I	II	III	I	II	III	I	II	III	I	II	III
TAMCA	0.476*** (6.01)	0.529*** (6.29)	0.461*** (5.00)	0.496*** (6.30)	0.549*** (6.55)	0.476*** (5.19)	0.407*** (4.75)	0.465*** (5.15)	0.298*** (2.84)	0.439*** (5.16)	0.494*** (5.49)	0.337*** (3.24)
TAMCA2	-0.006** (-2.07)	-0.009*** (-2.85)	-0.006* (-1.90)	-0.007** (-2.28)	-0.009*** (-3.04)	-0.007** (-2.02)	-0.006** (-2.07)	-0.009** (-2.72)	-0.003 (-0.68)	-0.007** (-2.42)	-0.010*** (-3.01)	-0.004 (-1.00)
INDEPBD	1.745*** (7.45)	1.765*** (7.09)	2.333*** (5.53)	1.891*** (8.16)	1.924*** (7.84)	2.578*** (6.24)	0.886*** (3.64)	1.000*** (3.90)	0.377 (0.89)	1.044*** (4.30)	1.161*** (4.55)	0.795** (1.91)
DUAL	0.387** (2.60)	0.465*** (2.99)	0.536** (2.47)	0.335** (2.26)	0.410** (2.66)	0.527** (2.43)	0.534*** (3.45)	0.588*** (3.60)	-0.446* (-1.86)	0.473*** (3.07)	0.530*** (3.27)	-0.401* (-1.66)
FEMBD	1.341*** (2.64)	1.065** (1.98)	1.254** (1.95)	1.418** (2.80)	1.145** (2.12)	1.336** (2.06)	1.095** (2.09)	0.653 (1.18)	2.248*** (3.11)	1.161** (2.22)	0.722 (1.31)	2.401*** (3.32)
C5	-0.718*** (-3.31)	-0.713*** (-3.15)	-0.503** (-2.08)				-1.133*** (-4.58)	-1.027*** (-3.96)	-1.332*** (-4.86)			
HERF2				-0.286 (-1.25)	-0.246 (-1.04)	0.002 (0.01)				-0.637** (-2.33)	-0.521* (-1.83)	-0.502* (-1.71)
C5B	8.358*** (4.31)	9.323*** (4.53)	4.720** (2.33)	8.014*** (4.15)	8.989*** (4.41)	4.391** (2.17)	6.989*** (3.37)	7.768*** (3.58)	5.473** (2.52)	6.488*** (3.15)	7.314*** (3.40)	4.823** (2.22)
LEVER	-3.695*** (-10.42)	-1.578*** (-3.86)	-3.871*** (-9.29)	-3.631*** (-10.22)	-1.508*** (-3.68)	-3.792*** (-9.10)	-2.652*** (-6.42)	-1.478*** (-3.27)	-3.736*** (-7.67)	-2.668*** (-6.45)	-1.490*** (-3.29)	-3.710*** (-7.62)
ROA	11.819*** (12.06)	8.883*** (7.06)	11.324*** (10.69)	11.886*** (12.16)	9.008*** (7.16)	11.282*** (10.66)	12.718*** (10.95)	9.328*** (6.66)	11.568*** (8.97)	12.970*** (-11.19)	9.716*** (6.96)	11.517*** (8.96)
INTCOV	0.009*** (2.82)	0.098*** (10.84)	0.014*** (3.94)	0.009*** (2.88)	0.098*** (10.88)	0.014*** (3.99)	0.005* (1.68)	0.089*** (9.12)	0.012*** (3.65)	0.005* (1.72)	0.089*** (9.14)	0.011*** (3.61)
Dummies año			Incluidas			Incluidas			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas			Incluidas			Incluidas
N	1522	1275	1522	1522	1275	1522	1293	1120	1293	1293	1120	1293
Pseudo-R ²	0.162	0.184	0.215	0.160	0.181	0.214	0.128	0.151	0.206	0.123	0.147	0.200
Cox and Snell R ²	0.377	0.405	0.465	0.373	0.400	0.463	0.295	0.329	0.430	0.286	0.321	0.420
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.398	0.430	0.492	0.394	0.426	0.490	0.316	0.354	0.460	0.305	0.346	0.450
Log Likelihood	-1684.96	-1466.93	-1579.54	-1689.65	-1471.38	-1581.69	-1423.25	-1257.48	-1295.80	-1431.20	-1263.76	-1306.27
Likelihood ratio χ^2	653.52***	661.16***	864.35***	644.14***	652.25***	860.05***	418.01***	446.29***	672.91***	402.10***	433.72***	651.98***
Wald	547.99***	533.24***	464.18***	541.93***	526.64***	461.23***	364.97***	380.40***	324.16***	353.65***	371.26***	308.59***

Por tal razón se han realizado las estimaciones de los modelos I, II y III para cada *rating* de crédito incluyendo en el modelo a todas las variables del consejo de administración y, alternativamente, a dos variables de estructura de propiedad (tabla 25). No se incluyen al mismo tiempo las tres variables de propiedad por la fuerte correlación que existe entre ellas, del mismo modo que la variable de control SIZE se omite por estar correlacionada, principalmente, con el tamaño del consejo y la propiedad de los bancos, de manera que solo participan LEVER, ROA e INTCOV.

La tabla 25 muestra las estimaciones del modelo con las variables del consejo de administración y de la estructura de propiedad. En la mayoría de los casos las variables relativas al consejo son significativas. Como se esperaba, las calificaciones de crédito de *Moody's* y de *Standard and Poor's* se ven afectadas positivamente por la presencia de consejeros independientes (INDEPBD) y de consejeros femeninos (FEMBD). Además, también se evidencia en diez de las doce estimaciones, de nuevo y contra lo formulado en la hipótesis 3, una mayor probabilidad de obtener un *rating* de crédito superior cuando existe la peculiaridad de la dualidad director general-presidente (DUAL) dentro de la empresa. Sin embargo, es de destacar que en las regresiones correspondientes a los dos modelos III de la calificación de crédito de *Standard and Poor's* -R4-, que incluyen las *dummy* que controlan los efectos del país, del sector y del tiempo, la variable DUAL presenta un efecto negativo en el *rating* de crédito, siendo significativa a un nivel inferior del 10%. Estos coeficientes, coherentes con la hipótesis 3, permiten subrayar que, dependiendo de circunstancias particulares, la unificación de los puestos director general-presidente no es siempre bien vista por parte de las agencias de calificación de crédito. Este resultado denota mayor concordancia con lo expuesto en los códigos de buen gobierno y con lo manifestado por las propias agencias. La evidencia igualmente presta apoyo a la relación no lineal sugerida entre el tamaño del consejo de administración y las calificaciones de crédito, dicha relación resulta positiva ante el aumento inicial de consejeros y posteriormente existe un punto de inflexión a partir del cual el efecto se torna negativo; así lo demuestra la coexistencia del coeficiente positivo de TAMCA y negativo de la variable cuadrática TAMCA2.

Asimismo, las regresiones de la tabla 25 revelan, coherentemente con los resultados precedentes, que una elevada concentración de la propiedad (C5) conduce a las agencias de *rating* de crédito, tanto *Moody's* como *Standard and Poor's*, a

CAPÍTULO 5: Análisis empírico

asignar una calificación de crédito inferior. La variable C5 resulta significativa en todas las estimaciones. Como puede comprobarse, la variable HERF2, aunque sólo para los modelos con R4 como variable dependiente, incide negativa y significativamente en la calificación crediticia. A diferencia del índice Herfindahl, la variable C5B es altamente positiva y significativa (a un nivel inferior del 5% o mejor) para ambas agencias de *rating*, por lo cual se puede apuntar que el efecto positivo en los *ratings* de crédito de una mayor participación de bancos en la propiedad de la empresa cumple un papel más importante cuando se acompaña de otras medidas de gobierno corporativo que también beneficien la calidad del crédito, ya que en conjunto reducen el riesgo de incumplimiento de las obligaciones financieras.

5.2.8 El origen legal, la protección de los derechos de los acreedores y la calificación de crédito

Para el contraste de las dos últimas hipótesis, concernientes al efecto del origen legal y de la protección de los derechos de los acreedores en las calificaciones de crédito, se presentan los resultados de regresiones logísticas ordenadas de las variables ORIGIN y CR en las tablas 26 y 27 respectivamente.

Contrariamente a lo formulado en la hipótesis 8, donde adelantábamos que las agencias de calificación de crédito podrían conceder mejores *ratings* a las empresas localizadas en países de origen legal común, los resultados de la tabla 26 exponen que la variable ORIGIN –*dummy* igual a 1 si el origen legal es común y cero en caso contrario- tiene una incidencia negativa y significativa en todas las especificaciones de las regresiones tanto para R1 como para R4.

Tabla 26. Estimación del modelo logit ordenado para el origen legal y la calificación de crédito

Coefficientes de máxima verosimilitud (estadístico z) de la regresión logit ordenada, expresados en unidades *log-odds*. La variable dependiente es la calificación de crédito de *Moody's* (R1) y de *Standard and Poor's* (R4) y su escala numérica puede verse en la tabla 8. Las variables independientes están definidas en la tabla 9. El modelo II no incluye *outliers* y en el modelo III se controlan los efectos temporales, del país y del sector. Pseudo R², Cox & Snell R² y Nagelkerke/Cragg & Uhler R² son medidas de bondad del ajuste del modelo. *Log likelihood* es el logaritmo de verosimilitud del modelo. *Likelihood ratio* χ^2 representa la razón de verosimilitud para testar la hipótesis nula de que todos los coeficientes en el modelo son iguales a cero y se distribuye como una χ^2 . Wald es el test de Wald de significación conjunta de los coeficientes distribuido como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación. (***) Nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Variable dependiente: Rating	R1			R4		
	I	II	III	I	II	III
ORIGIN	-0.216* (-1.83)	-0.302** (-2.40)	-1.002*** (-3.90)	-0.437*** (-3.05)	-0.492*** (-3.21)	-1.156*** (-3.79)
LEVER	-2.978*** (-8.94)	-1.056** (-2.70)	-4.077*** (-10.51)	-2.106*** (-5.45)	-1.157** (-2.73)	-2.980*** (-6.62)
SIZE	1.095*** (23.87)	1.066*** (21.64)	1.109*** (21.98)	0.910*** (19.31)	0.867*** (17.27)	1.006*** (18.26)
ROA	10.922*** (12.60)	9.516*** (8.18)	12.605*** (12.89)	11.721*** (10.86)	9.787*** (7.45)	12.062*** (9.93)
INTCOV	0.012*** (5.30)	0.081*** (9.10)	0.014*** (5.37)	0.007** (2.51)	0.081*** (8.33)	0.014*** (4.36)
Dummies año			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas
N	1522	1335	1522	1293	1173	1293
Pseudo-R ²	0.212	0.221	0.267	0.171	0.178	0.261
Cox and Snell R ²	0.473	0.472	0.553	0.377	0.378	0.514
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.497	0.500	0.582	0.403	0.407	0.549
Log Likelihood	-1734.23	-1507.36	-1613.23	-1441.73	-1288.34	-1285.65
Likelihood ratio χ^2	934.30***	852.70***	1176.31***	596.22***	557.87***	908.37***
Wald	733.80***	659.41***	700.72***	493.00***	458.11***	489.72***

De la misma forma, la estimación de la variable CR (tabla 27), relativa al índice que mide la protección de los derechos de los acreedores, no permite aceptar la hipótesis 9 (en algunos casos, incluso, la variable CR no es significativa), en la que se establecía que una mayor protección de los acreedores debería estar ligada a una mejor calificación de crédito. En dicha tabla se observa que el coeficiente de CR está negativamente (y en cuatro de los seis casos significativamente) relacionado con las variables R1 y R4.

Tabla 27. Estimación del modelo logit ordenado para la protección de los derechos de los acreedores y la calificación de crédito

Coeficientes de máxima verosimilitud (estadístico z) de la regresión logit ordenada, expresados en unidades *log-odds*. La variable dependiente es la calificación de crédito de *Moody's* (R1) y de *Standard and Poor's* (R4) y su escala numérica puede verse en la tabla 8. Las variables independientes están definidas en la tabla 9. El modelo II no incluye *outliers* y en el modelo III se controlan los efectos temporales, del país y del sector. Pseudo R², Cox & Snell R² y Nagelkerke/Cragg & Uhler R² son medidas de bondad del ajuste del modelo. *Log likelihood* es el logaritmo de verosimilitud del modelo. *Likelihood ratio* χ^2 representa la razón de verosimilitud para testar la hipótesis nula de que todos los coeficientes en el modelo son iguales a cero y se distribuye como una χ^2 . Wald es el test de Wald de significación conjunta de los coeficientes distribuido como como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación. (***) Nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Variable dependiente: Rating	R1			R4		
	I	II	III	I	II	III
CR	-0.036 (-0.93)	-0.062 (-1.51)	-0.335*** (-3.91)	-0.113** (-2.69)	-0.147*** (-3.33)	-0.384*** (-3.78)
LEVER	-3.203*** (-9.54)	-1.222*** (-3.07)	-4.012*** (-10.25)	-2.225*** (-5.79)	-1.217*** (-2.86)	-2.955*** (-6.57)
SIZE	1.082*** (23.50)	1.044*** (21.11)	1.089*** (21.48)	0.908*** (19.19)	0.862*** (17.13)	1.001*** (18.21)
ROA	10.744*** (12.46)	8.978*** (7.83)	12.476*** (12.70)	11.530*** (10.79)	9.333*** (7.29)	11.997*** (9.88)
INTCOV	0.012*** (5.17)	0.086*** (9.38)	0.014*** (5.22)	0.006** (2.32)	0.080*** (8.28)	0.014*** (4.36)
Dummies año			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas
N	1522	1314	1522	1293	1166	1293
Pseudo-R ²	0.212	0.220	0.262	0.171	0.178	0.257
Cox and Snell R ²	0.472	0.470	0.547	0.376	0.378	0.508
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.496	0.498	0.575	0.401	0.406	0.543
Log Likelihood	-1706.92	-1482.14	-1597.37	-1431.08	-1278.80	-1281.76
Likelihood ratio χ^2	917.41***	835.01***	1136.51***	588.94***	553.01***	887.58***
Wald	721.46***	645.70***	680.83***	488.38***	454.51***	486.74***

Los resultados recogidos en las tablas 26 y 27, en la medida en que se desvían de lo establecido en las hipótesis, requieren la búsqueda de explicaciones. ¿Qué razones subyacen al hecho de que las empresas en ambientes civilistas tengan mayor probabilidad de obtener un mejor *rating* de crédito en comparación con las que se encuentran en ambientes de ley común y que, cuando el índice de protección de las garantías de los acreedores disminuye, las agencias calificadoras concedan una calificación de crédito superior? Cabe pensar que la sola diferencia entre países por la protección ofrecida a los inversores o a los acreedores no parece ser el único motivo, en cuanto a ambiente regulatorio se refiere, que conduce a las agencias de *rating* de crédito a conceder a una empresa una calificación superior o inferior. Esta explicación está presente en el trabajo de Boubakri y Ghouma (2010), quienes encontraron que la presencia de restricciones encaminadas a proteger los derechos del acreedor no tenía

impacto en los *ratings* de bonos, mientras que las variables relacionadas con la calidad en la aplicación de las leyes de deuda si resultaban significativas. Se concluye entonces que para los *bondholders* y las agencias de calificación de crédito la aplicación (*enforcement*) de las leyes de deuda es más importante que su sola existencia. Otro factor a tener en cuenta es el sugerido por Chiou, Hung y Shu (2013), quienes, además de documentar un efecto del entorno cultural sobre flujos de inversión exterior directa, constatan que dicho efecto agregado queda significativamente mitigado en función de la transparencia informativa de las empresas.

S&P Capital IQ (Heinrichs y Stanoeva, 2013; S&P Capital IQ, 2015), una división de *Standard and Poor's*, por ejemplo, considera como componente crítico de las evaluaciones del riesgo crediticio de una empresa el denominado *country risk score*, un factor relativo al riesgo del país. Este factor del riesgo del país introduce un agregado de los riesgos específicos relacionados con la noción de hacer negocios en una nación determinada. A fin de identificar y combinar las dimensiones más adecuadas del riesgo S&P Capital IQ ha diseñado un marco que incorpora una serie de características que se muestran en la tabla 28.

Tabla 28. *Standard and Poor's* y el riesgo país

Ley	Gobierno	Desarrollo Humano
Estado de derecho general	Estabilidad política	Tamaño y potencialidad del mercado doméstico
Ambiente legal del negocio	Buen gobierno	Educación, índices de alfabetización, y sofisticación tecnológica
Corrupción	Regulación	Otras variables socioeconómicas

Fuente: S&P Capital IQ (2015)

Es importante hacer notar que la noción de *Standard and Poor's* sobre el riesgo del país no se refiere al *rating* de deuda soberano del mismo, sino que son dos conceptos diferentes. Así, *Standard and Poor's* señala que mientras las calificaciones soberanas corresponden al riesgo de un país de incumplir en sus obligaciones de

CAPÍTULO 5: Análisis empírico

deuda pública, el *score* del riesgo del país está relacionado con el entorno empresarial de una nación, es decir, con el riesgo de efectuar operaciones empresariales en ese lugar, incluyendo el riesgo macro, el ambiente legal, los niveles de corrupción, la aplicación del principio de legalidad, la calidad del gobierno y las variables socioeconómicas tales como la desigualdad de los ingresos. En algunos casos el riesgo soberano puede ser mayor que el riesgo país como sucede con Grecia, Hungría, España, Portugal e Irlanda o, al contrario, el riesgo país puede ser más elevado que el riesgo soberano como con China, Kuwait, Chile, Brasil, Rusia o la India (Heinrichs y Stanoeva, 2013; S&P Capital IQ, 2015). En consecuencia, como se puede apreciar, la información de esa agencia crediticia indica que el entorno institucional influye a través de un conjunto de factores relacionados con los riesgos sociales y geopolíticos en un marco más amplio que el definido exclusivamente por la protección legal de los inversores o de los acreedores.

Por lo que se refiere a las variables de control empleadas en las tablas 22-27 los resultados son los mismos que los recogidos en las tablas anteriores y, aun a riesgo de ser repetitivos, a continuación se mencionan. El nivel de endeudamiento de la empresa (LEVER) siempre presenta un efecto negativo y significativo sobre la calificación de crédito, dado que existe un mayor riesgo de incumplimiento de las obligaciones financieras cuando la empresa soporta elevados niveles de apalancamiento. SIZE, relativa al tamaño de la empresa, tiene una relación positiva y significativa (en las tablas 22-25 no se ha incluido) lo que subraya que las compañías de mayor tamaño tienen menos riesgo crediticio. Con respecto a la rentabilidad del activo, una mayor ROA, cuyo coeficiente ha resultado positivo y significativo en todas las regresiones, propicia una mayor probabilidad de obtener un *rating* superior de crédito. Y el coeficiente de la variable INTCOV, que refleja la capacidad económica de la empresa para generar recursos y cumplir con los compromisos financieros de la deuda, resulta positivo y significativo, de manera que las agencias de crédito valoran en gran medida la capacidad de cobertura de intereses de la empresa.

En síntesis, los resultados comentados en las páginas precedentes relativos a las diferentes estimaciones del modelo logit ordenado permiten aceptar las hipótesis propuestas con excepción de la tercera, la octava y la novena (relativas a la dualidad de funciones del presidente del consejo de administración y máximo directivo de la empresa, el origen legal y la protección de los derechos de los acreedores).

CAPÍTULO 5: Análisis empírico

Para finalizar vale la pena mencionar que la fiabilidad de todas las estimaciones ha quedado constatada ya que las pruebas de significación conjunta de los coeficientes estimados resultan significativas. En efecto, la razón de verosimilitud (*Likelihood ratio* χ^2) permite rechazar la hipótesis nula de que todos los coeficientes en el modelo son iguales a cero y el test de Wald ha permitido comprobar que los atributos de gobierno añadidos en cada modelo en su conjunto explican una parte significativa de la variación en las calificaciones crediticias.

Tablas que presentan resultados similares a los mostrados en las tablas 22-24

A continuación se muestran las tablas 29 (I) y (II) cuyos resultados permiten corroborar lo comentado en la tabla 22.

Tabla 29 (I). Estimación del modelo logit ordenado para la concentración de la propiedad, la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito

Coefficientes de máxima verosimilitud (estadístico z) de la regresión logit ordenada, expresados en unidades *log-odds*. La variable dependiente es la calificación de crédito de *Moody's* (R1) y de *Standard and Poor's* (R4) y su escala numérica puede verse en la tabla 8. Las variables independientes están definidas en la tabla 9. El modelo II no incluye *outliers* y en el modelo III se controlan los efectos temporales, del país y del sector. Pseudo R², Cox & Snell R² y Nagelkerke/Cragg & Uhler R² son medidas de bondad del ajuste del modelo. *Log likelihood* es el logaritmo de verosimilitud del modelo. *Likelihood ratio* χ^2 representa la razón de verosimilitud para testar la hipótesis nula de que todos los coeficientes en el modelo son iguales a cero y se distribuye como una χ^2 . Wald es el test de Wald de significación conjunta de los coeficientes distribuido como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación. (***) Nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Variable dependiente: Rating	R1			R4		
	I	II	III	I	II	III
P1	-1.130*** (-5.29)	-0.998*** (-4.46)	-1.059*** (-4.46)	-1.286*** (-5.39)	-1.186*** (-4.75)	-1.567*** (-5.84)
P1B	7.285*** (3.13)	4.397* (1.81)	4.673* (1.91)	7.362*** (3.19)	4.940** (2.06)	6.112** (2.48)
LEVER	-3.105*** (-9.41)	-0.788** (-2.04)	-4.100*** (-10.51)	-2.051*** (-5.33)	-0.825** (-1.95)	-3.783*** (-8.21)
ROA	7.771*** (8.95)	4.713*** (4.22)	9.852*** (9.98)	9.533*** (9.06)	5.091*** (4.05)	11.090*** (8.89)
INTCOV	0.011*** (3.35)	0.108*** (12.06)	0.016*** (4.65)	0.005* (1.75)	0.097*** (10.08)	0.012*** (3.76)
Dummies año			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas
N	1522	1300	1522	1293	1142	1293
Pseudo-R ²	0.064	0.086	0.146	0.056	0.078	0.165
Cox and Snell R ²	0.174	0.218	0.352	0.142	0.187	0.364
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.183	0.231	0.371	0.151	0.202	0.389
Log Likelihood	-1968.86	-1699.12	-1796.38	-1585.50	-1399.10	-1402.08
Likelihood ratio χ^2	270.56***	319.46***	615.52***	186.62***	237.03***	553.46***
Wald	245.02***	276.81***	277.66***	177.56***	214.83***	226.82***

Tabla 29 (II). Estimación del modelo logit ordenado para la concentración de la propiedad, la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito

Coefficientes de máxima verosimilitud (estadístico z) de la regresión logit ordenada, expresados en unidades *log-odds*. La variable dependiente es la calificación de crédito de *Moody's* (R1) y de *Standard and Poor's* (R4) y su escala numérica puede verse en la tabla 8. Las variables independientes están definidas en la tabla 9. C3: Suma de la propiedad de los tres principales accionistas. El modelo II no incluye *outliers* y en el modelo III se controlan los efectos temporales, del país y del sector. Pseudo R², Cox & Snell R² y Nagelkerke/Cragg & Uhler R² son medidas de bondad del ajuste del modelo. *Log likelihood* es el logaritmo de verosimilitud del modelo. *Likelihood ratio* χ^2 representa la razón de verosimilitud para testar la hipótesis nula de que todos los coeficientes en el modelo son iguales a cero y se distribuye como una χ^2 . Wald es el test de Wald de significación conjunta de los coeficientes distribuido como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación. (***) Nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Variable dependiente: Rating	R1			R4		
	I	II	III	I	II	III
C3	-1.064*** (-5.62)	-0.944*** (-4.72)	-1.147*** (-5.55)	-1.166*** (-5.17)	-1.061*** (-4.50)	-1.572*** (-6.21)
C3B	8.810*** (4.71)	8.496*** (4.27)	5.138** (2.68)	7.740*** (3.93)	7.293*** (3.52)	5.506** (2.66)
LEVER	-3.128*** (-9.50)	-0.852** (-2.21)	-4.130*** (-10.60)	-2.065*** (-5.35)	-0.866** (-2.05)	-3.782*** (-8.19)
ROA	7.657*** (8.85)	4.674*** (4.18)	9.838*** (9.98)	9.219*** (8.77)	4.879*** (3.87)	10.632*** (8.58)
INTCOV	0.010*** (3.30)	0.108*** (12.06)	0.016*** (4.58)	0.005* (1.79)	0.097*** (10.14)	0.012*** (3.80)
Dummies año			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas
N	1522	1300	1522	1293	1142	1293
Pseudo-R ²	0.068	0.091	0.150	0.056	0.080	0.167
Cox and Snell R ²	0.183	0.228	0.359	0.143	0.191	0.367
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.193	0.242	0.378	0.153	0.206	0.392
Log Likelihood	-1960.95	-1690.39	-1789.25	-1584.17	-1396.33	-1399.37
Likelihood ratio χ^2	286.39***	336.92***	629.78***	189.29***	242.58***	558.88***
Wald	259.35***	290.13***	289.10***	179.55***	218.71***	230.12***

CAPÍTULO 5: Análisis empírico

A continuación se exponen las tablas 30 (I) y (II) cuyos resultados permiten corroborar lo señalado en la tabla 23.

Tabla 30 (I). Estimación del modelo logit ordenado para la contestación al control, la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito

Coefficientes de máxima verosimilitud (estadístico z) de la regresión logit ordenada, expresados en unidades *log-odds*. La variable dependiente es la calificación de crédito de *Moody's* (R1) y de *Standard and Poor's* (R4) y su escala numérica puede verse en la tabla 8. Las variables independientes están definidas en la tabla 9. El modelo II no incluye *outliers* y en el modelo III se controlan los efectos temporales, del país y del sector. Pseudo R², Cox & Snell R² y Nagelkerke/Cragg & Uhler R² son medidas de bondad del ajuste del modelo. *Log likelihood* es el logaritmo de verosimilitud del modelo. *Likelihood ratio* χ^2 representa la razón de verosimilitud para testar la hipótesis nula de que todos los coeficientes en el modelo son iguales a cero y se distribuye como una χ^2 . Wald es el test de Wald de significación conjunta de los coeficientes distribuido como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación. (***) Nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Variable dependiente: Rating	R1			R4		
	I	II	III	I	II	III
HERF2	-1.004*** (-4.85)	-0.815*** (-3.74)	-0.892*** (-4.12)	-1.182*** (-4.60)	-1.046*** (-3.92)	-1.334*** (-4.71)
P1B	7.037*** (3.03)	4.170* (1.72)	4.448* (1.82)	7.113*** (3.08)	4.726** (1.98)	5.817** (2.36)
LEVER	-3.071*** (-9.30)	-0.737* (-1.91)	-4.075*** (-10.46)	-2.001*** (-5.20)	-0.784* (-1.86)	-3.747*** (-8.15)
ROA	7.870*** (9.02)	4.835*** (4.33)	9.801*** (9.94)	9.659*** (9.19)	5.303*** (4.22)	10.891*** (8.76)
INTCOV	0.010*** (3.08)	0.109*** (12.06)	0.016*** (4.67)	0.005* (1.78)	0.097*** (10.08)	0.012*** (3.78)
Dummies año			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas
N	1522	1300	1522	1293	1142	1293
Pseudo-R ²	0.061	0.084	0.144	0.053	0.076	0.161
Cox and Snell R ²	0.166	0.214	0.347	0.136	0.182	0.358
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.175	0.228	0.365	0.145	0.196	0.383
Log Likelihood	-1970.87	-1701.93	-1797.93	-1589.53	-1402.75	-1407.88
Likelihood ratio χ^2	256.73***	313.85***	602.62***	178.56***	229.73***	541.85***
Wald	239.51***	270.75***	275.47***	170.51***	208.28***	216.56***

Tabla 30 (II). Estimación del modelo logit ordenado para la contestación al control, la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito

Coefficientes de máxima verosimilitud (estadístico z) de la regresión logit ordenada, expresados en unidades *log-odds*. La variable dependiente es la calificación de crédito de *Moody's* (R1) y de *Standard and Poor's* (R4) y su escala numérica puede verse en la tabla 8. Las variables independientes están definidas en la tabla 9. El modelo II no incluye *outliers* y en el modelo III se controlan los efectos temporales, del país y del sector. Pseudo R², Cox & Snell R² y Nagelkerke/Cragg & Uhler R² son medidas de bondad del ajuste del modelo. *Log likelihood* es el logaritmo de verosimilitud del modelo. *Likelihood ratio* χ^2 representa la razón de verosimilitud para testar la hipótesis nula de que todos los coeficientes en el modelo son iguales a cero y se distribuye como una χ^2 . Wald es el test de Wald de significación conjunta de los coeficientes distribuido como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación. (***) Nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Variable dependiente: Rating	R1			R4		
	I	II	III	I	II	III
HERF2	-0.995*** (-4.81)	-0.808*** (-3.71)	-0.892*** (-4.11)	-1.190*** (-4.62)	-1.053*** (-3.94)	-1.337*** -4.72
C3B	8.584*** (4.60)	8.323*** (4.19)	4.858** (2.53)	7.411*** (3.76)	7.031*** (3.41)	5.083** 2.45
LEVER	-3.137*** (-9.50)	-0.857** (-2.22)	-4.094*** (-10.52)	-2.072*** (-5.37)	-0.901** (-2.13)	-3.767*** -8.18
ROA	7.851*** (9.03)	4.976*** (4.47)	9.798*** (9.95)	9.658*** (9.23)	5.450*** (4.35)	10.826*** 8.73
INTCOV	0.010*** (3.07)	0.108*** (12.01)	0.016*** (4.67)	0.005* (1.79)	0.097*** (10.04)	0.012*** 3.79
Dummies año			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas
N	1522	1300	1522	1293	1142	1293
Pseudo-R ²	0.064	0.088	0.144	0.055	0.078	0.162
Cox and Snell R ²	0.173	0.223	0.348	0.139	0.188	0.358
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.182	0.237	0.367	0.149	0.202	0.383
Log Likelihood	-1964.92	-1694.56	-1796.31	-1587.05	-1398.79	-1407.58
Likelihood ratio χ^2	268.64***	328.59***	605.84***	183.52***	237.66***	542.45
Wald	250.60***	282.00***	277.79***	175.62***	215.12***	217.20***

CAPÍTULO 5: Análisis empírico

Finalmente se presentan las tablas 31 (I) y (II) cuyos resultados permiten corroborar lo indicado en la tabla 24.

Tabla 31 (I). Estimación del modelo logit ordenado para la contestación al control, la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito

Coeficientes de máxima verosimilitud (estadístico z) de la regresión logit ordenada, expresados en unidades *log-odds*. La variable dependiente es la calificación de crédito de *Moody's* (R1) y de *Standard and Poor's* (R4) y su escala numérica puede verse en la tabla 8. Las variables independientes están definidas en la tabla 9. El modelo II no incluye *outliers* y en el modelo III se controlan los efectos temporales, del país y del sector. Pseudo R², Cox & Snell R² y Nagelkerke/Cragg & Uhler R² son medidas de bondad del ajuste del modelo. *Log likelihood* es el logaritmo de verosimilitud del modelo. *Likelihood ratio* χ^2 representa la razón de verosimilitud para testar la hipótesis nula de que todos los coeficientes en el modelo son iguales a cero y se distribuye como una χ^2 . Wald es el test de Wald de significación conjunta de los coeficientes distribuido como como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación. (***) Nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Variable dependiente: Rating	R1			R4		
	I	II	III	I	II	III
HERF1	-1.093*** (-4.45)	-0.909*** (-3.57)	-0.795*** (-3.06)	-1.352*** (-4.61)	-1.246*** (-4.10)	-1.363*** (-4.24)
P1B	6.999*** (3.01)	4.149* (1.71)	4.410* (1.80)	7.105*** (3.08)	4.735** (1.98)	5.843** (2.38)
LEVER	-3.059*** (-9.27)	-0.733* (-1.90)	-4.024*** (-10.34)	-1.998*** (-5.20)	-0.793* (-1.88)	-3.726*** (-8.11)
ROA	7.886*** (9.05)	4.867*** (4.37)	9.729*** (9.88)	9.841*** (9.36)	5.489*** (4.37)	10.969*** (8.81)
INTCOV	0.011*** (3.15)	0.109*** (12.09)	0.016*** (4.73)	0.005* (1.78)	0.097*** (10.07)	0.012*** (3.78)
Dummies año			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas
N	1522	1300	1522	1293	1142	1293
Pseudo-R ²	0.060	0.084	0.142	0.053	0.076	0.160
Cox and Snell R ²	0.164	0.214	0.343	0.136	0.183	0.356
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.173	0.227	0.362	0.146	0.197	0.380
Log Likelihood	-1972.58	-1702.52	-1801.63	-1589.33	-1401.90	-1409.99
Likelihood ratio χ^2	253.32***	312.66***	595.21***	178.96***	231.43***	537.64***
Wald	236.49***	269.65***	269.09***	170.96***	209.84***	213.27***

Tabla 31 (II). Estimación del modelo logit ordenado para la contestación al control, la participación bancaria en la propiedad y la calificación de crédito

Coeficientes de máxima verosimilitud (estadístico z) de la regresión logit ordenada, expresados en unidades *log-odds*. La variable dependiente es la calificación de crédito de *Moody's* (R1) y de *Standard and Poor's* (R4) y su escala numérica puede verse en la tabla 8. Las variables independientes están definidas en la tabla 9. El modelo II no incluye *outliers* y en el modelo III se controlan los efectos temporales, del país y del sector. Pseudo R², Cox & Snell R² y Nagelkerke/Cragg & Uhler R² son medidas de bondad del ajuste del modelo. *Log likelihood* es el logaritmo de verosimilitud del modelo. *Likelihood ratio* χ^2 representa la razón de verosimilitud para testar la hipótesis nula de que todos los coeficientes en el modelo son iguales a cero y se distribuye como una χ^2 . Wald es el test de Wald de significación conjunta de los coeficientes distribuido como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación. (***) Nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Variable dependiente: Rating	R1			R4		
	I	II	III	I	II	III
HERF1	-1.079*** (-4.39)	-0.899*** (-3.53)	-0.792*** (-3.05)	-1.352*** (-4.61)	-1.247*** (-4.10)	-1.360*** (-4.24)
C3B	8.552*** (4.58)	8.304*** (4.19)	4.829** (2.51)	7.343*** (3.73)	6.979*** (3.38)	5.057** (2.43)
LEVER	-3.124*** (-9.47)	-0.853** (-2.21)	-4.042*** (-10.40)	-2.067*** (-5.35)	-0.907** (-2.15)	-3.743*** (-8.13)
ROA	7.869*** (9.06)	5.010*** (4.50)	9.726*** (9.88)	9.838*** (9.39)	5.633*** (4.50)	10.901*** (8.78)
INTCOV	0.010*** (3.14)	0.108*** (12.04)	0.016*** (4.73)	0.005* (1.79)	0.097*** (10.04)	0.012*** (3.79)
Dummies año			Incluidas			Incluidas
Dummies país			Incluidas			Incluidas
Dummies sector			Incluidas			Incluidas
N	1522	1300	1522	1293	1142	1293
Pseudo-R ²	0.063	0.088	0.143	0.055	0.079	0.160
Cox and Snell R ²	0.171	0.223	0.345	0.140	0.189	0.356
Nagelkerke/Cragg & Uhler R ²	0.180	0.236	0.363	0.149	0.203	0.381
Log Likelihood	-1966.67	-1695.17	-1800.05	-1586.99	-1398.03	-1409.77
Likelihood ratio χ^2	265.13***	327.36***	598.37***	183.64***	239.17***	538.07***
Wald	247.49***	280.86***	271.38***	175.81***	216.51***	213.78***

CONCLUSIONES

CONCLUSIONES

La presente tesis doctoral finaliza con esta sección donde se sintetiza la investigación realizada y se presentan las principales conclusiones. Partimos para ello de la gran influencia que los problemas de reparto de información tienen en los mercados de capitales, y por tanto, del destacado papel que las agencias de calificación crediticia desempeñan para atenuar las asimetrías informativas. Dado ese marco de análisis, la pregunta de investigación que hemos tratado de abordar a lo largo de las anteriores páginas es el efecto del gobierno corporativo en la valoración de la calidad crediticia de la empresa, medida a través de sus *ratings* de crédito en un contexto internacional.

No resulta exagerado afirmar que las agencias de calificación de crédito han sido y siguen siendo protagonistas del proceso de expansión y profundización que han conocido los mercados de capitales en numerosos países durante las últimas décadas. Así lo atestiguan el creciente número de calificaciones otorgadas y la atención que el legislador les ha concedido a fin de garantizar un funcionamiento transparente y ajeno a presiones interesadas. Entre los factores que explican tal expansión podemos citar el proceso de desintermediación financiera, la innovación financiera, y la internacionalización de los mercados.

Por lo que se refiere a la desintermediación financiera, la sustitución de la financiación bancaria por el recurso directo al endeudamiento de mercado ha atenuado las ventajas informativas con que cuentan las entidades de crédito y ha desembocado en la ampliación del número de eventuales prestamistas, no especializados en tareas de financiación, con escasos incentivos o capacidad de supervisión de los prestatarios, y que demandan una evaluación del riesgo crediticio que sea fácil de entender.

Asimismo, en los últimos años han surgido nuevos y más sofisticados instrumentos financieros que han conducido a una mayor complejidad de las transacciones en los mercados de capitales. Nuevamente, los emisores y los potenciales suscriptores han necesitado de las agencias de calificación crediticia para identificar, en términos comprensibles, las características de tales activos financieros.

Conclusiones

El desarrollo de las agencias de calificación crediticia no ha quedado circunscrito a algunos países sino que tiene una dimensión internacional, motivado en parte por el proceso de internacionalización de los mercados de capitales y la aparición de oportunidades de inversión en nuevos países. En respuesta a esta tendencia, las agencias de *rating* de crédito se han internacionalizado y han respondido a la demanda de *ratings* a nivel mundial expandiendo sus actividades por todo el mundo. Podríamos decir que la calificación de crédito se ha universalizado y ha permitido comparar emisiones procedentes de entornos geográficos e institucionales muy diferentes.

Los organismos regulatorios han sido conscientes de la trascendencia del adecuado funcionamiento de las agencias de *rating* y han multiplicado la regulación de su actividad con la finalidad de fomentar la competencia en el sector, garantizar la integridad y calidad de las calificaciones y preservar la independencia de las agencias evitando conflictos de interés. Y, al mismo tiempo, las agencias han debido probar su capacidad para hacer frente a las dudas surgidas acerca de su tarea, demostrando que disponen de los medios técnicos y humanos suficientes para el cumplimiento de su cometido.

Una de las grandes ventajas de la calificación de crédito es la facilidad para ser interpretada sin ambigüedad y de forma clara en muy diversos mercados y por muy distintos agentes de forma homogénea. Las escalas de las agencias de *rating* tienen una naturaleza estándar y son fácilmente comparables, lo que garantiza un modelo común de calificación.

La esencia de la calificación crediticia, como ha quedado dicho, consiste en atenuar las asimetrías informativas y, por tanto, mitigar los conflictos de intereses entre los diversos partícipes en el proceso de financiación. Las dificultades inherentes a esa tarea han hecho que en los últimos años las agencias de calificación crediticia se hayan visto envueltas en los debates originados por las recientes turbulencias financieras y hayan surgido dudas acerca de la imparcialidad de sus calificaciones. Es precisamente ese nudo de intereses, a veces divergentes, de los distintos inversores el punto de engarce de nuestra tesis al dar entrada a los mecanismos de gobierno corporativo que tratan de armonizar y salvaguardar los legítimos intereses de cada parte.

Más en concreto analizamos hasta qué punto un funcionamiento correcto de dos relevantes mecanismos de gobierno, como son el consejo de administración y la estructura de propiedad, tiene su reflejo en una mejor calificación crediticia de la empresa. Ambos mecanismos, de carácter interno, operan en el contexto del entorno institucional y legal del país. Es ya tradicional caracterizar este entorno desde la perspectiva jurídico-financiera (el enfoque de *Law & Finance* siguiendo la terminología originaria) en la que los países quedan adscritos a dos grandes tradiciones legales: la de ley común -básicamente extendida por los países anglosajones- y la de ley civil. Si bien las empresas de ambos grupos de países exhiben diferentes características financieras, el origen de ese distinto perfil radica en la asimétrica protección de los derechos de los inversores, hallándose los mencionados derechos más garantizados en los países de ley común que en sus homólogos de ley civil.

El marco teórico examinado ha permitido formular nueve hipótesis divididas en tres grupos: uno correspondiente al consejo de administración, otro a la estructura de propiedad, y un tercero a la tradición legal y a la protección de los derechos de los inversores.

Las características del consejo de administración que hemos considerado en la presente tesis doctoral hacen eco a las habitualmente estudiadas por la literatura: su tamaño, nivel de independencia, dualidad de los cargos de presidente y director general, y presencia femenina en el consejo. De esta manera se ha conjeturado que el tamaño del consejo de administración mantiene una relación no lineal con el *rating* de crédito (H1), que una mayor proporción de consejeros independientes (H2) y de mujeres (H4) favorecen la calificación crediticia y que un efecto contrario se da cuando el presidente del consejo, además, ocupa el cargo de director general de la empresa (H3).

Los rasgos de la estructura de propiedad analizados han sido la concentración de la misma, la posible contestación al control a que puede enfrentarse el principal accionista y la participación de los bancos en el accionariado. La idea subyacente es que la acumulación de poder derivada de la propiedad concentrada puede conducir a un control excesivo de los accionistas mayoritarios, lo que puede ir en detrimento del resto de proveedores de fondos, entre ellos los acreedores. Además, de entre los posibles propietarios, las instituciones bancarias revisten una importancia singular

Conclusiones

dada su doble condición de accionistas y acreedores y su consiguiente interés en atenuar el riesgo de crédito de la empresa. Así, se ha planteado que la concentración de la propiedad conduce a menores *ratings* de crédito (H5), pero que la presencia de un segundo o tercer accionista de referencia (H6) produce una mejora en la calificación crediticia, lo mismo que la presencia de bancos como accionistas mayoritarios (H7).

El tercer grupo de hipótesis se relaciona con el entorno legal del país y con la protección de los derechos de los acreedores. En consecuencia hemos supuesto que las empresas ubicadas en países de ley común deberían presentar mejores *ratings* de crédito (H8) y que las compañías de los países donde mejor se protegen los derechos de los acreedores también deberían obtener mejores calificaciones de crédito (H9).

Para el contraste de estas hipótesis se ha construido una muestra con datos de 254 empresas de 18 países de Europa: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza, durante el período 2004-2011. Dadas las peculiaridades del sector, se han excluido instituciones bancarias y empresas de carácter financiero. Las calificaciones de crédito se han obtenido de las dos agencias internacionales más importantes, *Moody's Investors Service* y *Standard and Poor's*, agencias que acumulan una cuota de mercado mundial del 80%. La muestra quedó conformada con 1.522 observaciones para *Moody's* (208 empresas calificadas) y 1.293 observaciones para *Standard and Poor's* (189 empresas calificadas) correspondientes a las 254 empresas anteriormente aludidas.

Las calificaciones de crédito, nuestra variable objeto de estudio, están expresados en letras que reflejan un orden en la calidad de crédito. *Moody's* opera con 22 categorías y *Standard and Poor's* con 23, si se consideran todos los modificadores con los que las agencias denotan las diferencias dentro del mismo nivel de riesgo. Para poder tratar una información tan variada, hemos transformado la escala alfabética de los *ratings* en una escala numérica de siete categorías, siguiendo el modo de actuar habitual en la literatura. Asimismo, esa categorización de la calificación crediticia ha aconsejado la utilización de un modelo estadístico de respuesta múltiple ordenada, como es el modelo logístico ordenado.

De modo análogo a la estructura de las hipótesis, nuestros principales resultados pueden dividirse en tres grupos. Nuestro análisis confirma la relevancia del consejo de administración como mecanismo de gobierno corporativo. Así, se observa que el tamaño del consejo de administración ejerce un efecto significativo y dual en la calidad de crédito de las empresas. En primer lugar un mayor número de consejeros favorece la reducción del riesgo crediticio, pudiendo deberse a la mejor supervisión y variedad de puntos de vista que un mayor número de consejeros permite. No obstante, los problemas de comunicación y coordinación en consejos sobredimensionados explican que, superado un umbral, el número de consejeros influya negativamente en la calidad crediticia de la empresa.

Coherentemente con la tendencia internacional a fomentar la independencia del consejo de administración, nuestros resultados muestran una inequívoca relación entre dicha independencia y la calidad crediticia de las empresas. Diríase que los consejeros independientes moderan el riesgo de crédito de la empresa y, de algún modo, actúan como garantes de la capacidad de reembolso de los fondos ajenos. En contraposición con ese punto, en la presente tesis doctoral detectamos una mejor calificación crediticia en las empresas en las que hay una coincidencia entre los puestos de director general de la compañía y presidente del consejo de administración. Dadas las recomendaciones de buen gobierno en favor de la separación de ambos cargos, una posible explicación es que las agencias de calificación valoran también el liderazgo dentro de la empresa y la capacidad de aunar esfuerzos a que conduce la coincidencia de ambas funciones.

La tercera conclusión a que conduce el primer bloque de resultados es el positivo papel que las consejeras desempeñan en la obtención de mejores calificaciones crediticias. Nuestro análisis empírico pone de manifiesto una percepción por parte de *Moody's* y *Standard and Poor's* de que la participación femenina en los consejos reduce el riesgo de crédito y favorece el cumplimiento de las obligaciones financieras. Más allá de las consideraciones políticas subyacentes a recientes cambios legislativos, y dando por supuestas la misma cualificación profesional y capacidad de trabajo de consejeras y consejeros, creemos que la distinta aversión al riesgo de unas y otros puede desembocar en una estrategia corporativa menos arriesgada en aquellas empresas con mayor proporción de consejeras, lo que se traduciría en una calificación crediticia más elevada.

Conclusiones

Por lo que respecta al efecto de la estructura de propiedad, es de destacar la negativa incidencia que, en la calificación crediticia, tiene la concentración de propiedad. Aunque la propiedad concentrada puede mitigar los problemas de agencia derivados de la separación entre propiedad y control, también puede generar otro tipo de conflictos de agencia. En nuestro trabajo se constata que una propiedad más concentrada puede conducir al atrincheramiento del accionista o accionistas controladores y anteponer sus intereses a los de otros aportantes de fondos como son los acreedores. Este efecto puede exacerbarse por los distintos incentivos a asumir riesgos de accionistas y acreedores, dada la responsabilidad limitada de los primeros y su capacidad de apropiarse de las rentas derivadas de una estrategia financiera más arriesgada. Dada la notable repercusión de la concentración de la propiedad, conviene también estudiar el efecto que la distribución del control entre varios accionistas de referencia pueda tener sobre el riesgo crediticio de la empresa. Este análisis es tanto más importante si se considera el ámbito de nuestro estudio, basado en empresas de Europa Continental, donde la propiedad concentrada es una de las características principales y donde la contestación al poder del mayor propietario por los otros accionistas puede atenuar los costes anteriormente mencionados. De nuestro trabajo se concluye que el nivel de contestación al accionista mayoritario y la posibilidad de rebatir su control a través de la formación de alianzas entre otros accionistas resultan en un evidente beneficio de la calidad de crédito de la empresa. En este sentido, se puede afirmar que las agencias de crédito valoran un control accionarial repartido y la dilución de una excesiva concentración del control a fin de dar entrada a los derechos de los acreedores y salvaguardar la solvencia de la empresa.

Asimismo, encontramos que la participación bancaria en la propiedad de la empresa redundaba en una mejor calificación de crédito. Este hecho sugiere que la identidad de los principales accionistas reviste importancia y que las agencias de *rating* de crédito no perciben la presencia bancaria en el accionariado como un factor de riesgo, sino como facilitadores del cumplimiento de las obligaciones financieras. Desde esta perspectiva, la doble función de las instituciones bancarias como acreedores y accionistas parece permitirles equilibrar los intereses de ambos grupos de inversores.

Nuestro tercer bloque de análisis se centra en la repercusión que, sobre la calidad de crédito de las empresas, puede tener el origen legal y las leyes que

protegen los derechos de los acreedores en el país donde operan dichas empresas. En contra de lo pronosticado, encontramos que los *ratings* de crédito están negativamente afectados por un mejor entorno legal y por la protección de los derechos de los acreedores. Dado que, como acabamos de indicar, se trata de unos resultados que se desvían de lo esperado, es preciso sugerir alguna explicación de tal desviación. Creemos que tal discrepancia puede estar motivada por la necesidad de incorporar elementos adicionales del entorno institucional. En esencia, no sólo se trata de considerar el grado de protección de los inversores, sino hasta qué punto dicha protección es efectiva y si la calidad del gobierno permite asegurar en la práctica la protección de los acreedores.

Son diversas las limitaciones de este trabajo de investigación que a continuación mencionaremos y que pretendemos abordar en el futuro. En primer lugar, y aunque hemos seguido el procedimiento más habitual en la categorización de la calidad crediticia, sería interesante contrastar la sensibilidad de nuestros resultados ante mediciones alternativas de los intervalos de *ratings*. Además, dado que nuestra muestra sólo comprende países europeos, también cabría ampliar el ámbito de estudio a otras áreas geográficas e institucionales. También nos planteamos ahondar en los mecanismos de gobierno corporativo. Aunque hemos analizado aquellos que resultan más relevantes, sería interesante incorporar otros mecanismos (tanto internos como externos) o incluir nuevas dimensiones del consejo de administración y de la estructura de propiedad. Finalmente, y como ya se ha mencionado, se podría o debería incorporar otras variables relacionadas con el entorno legal de un país, su orientación hacia los intermediarios o hacia los mercados de capitales y la efectividad del cumplimiento de las leyes.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abbott, L. J., y S. Parker. 2000. Auditor selection and audit committee characteristics. *Auditing* 19 (2):47-66.
- Abbott, L. J., S. Parker, G. F. Peters, y K. Raghunandan. 2003. An empirical investigation of audit fees, nonaudit fees, and audit committees. *Contemporary Accounting Research* 20 (2):215.
- Adams, M., B. Burton, y P. Hardwick. 2003. The Determinants of Credit Ratings in the United Kingdom Insurance Industry. *Journal of Business Finance & Accounting* 30 (3-4):539-572.
- Adams, R. B., y D. Ferreira. 2007. A Theory of Friendly Boards. *The Journal of Finance* 62 (1):217-250.
- . 2009. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics* 94 (2):291-309.
- Adams, R. B., S. Gray, y J. Nowland. 2011. Does Gender Matter in the Boardroom? Evidence from the Market Reaction to Mandatory New Director Announcements. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1953152> [Consulta: 12 de mayo de 2015].
- Adams, R. B., B. E. Hermalin, y M. S. Weisbach. 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., y A. Cuervo-Cazurra. 2004. Codes of good governance worldwide: what is the trigger? *Organization Studies* 25 (3):417-446.
- . 2009. Codes of Good Governance. *Corporate Governance: An International Review* 17 (3):376-387.
- Aguilera, R. V., A. Cuervo-Cazurra, y S. Kim. 2009. Taking Stock of Research on Codes of Good Governance. En *Codes of Corporate Around the World*, editado por F. López. New York: Nova Publisher, 1-30.
- Ahern, K. R., y A. K. Dittmar. 2012. The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation. *The Quarterly Journal of Economics* 127 (1):137-197.
- Ahrens, T., I. Filatotchev, y S. Thomsen. 2011. The research frontier in corporate governance. *Journal of Management & Governance* 15 (3):311-325.
- Aivazian, V. A., L. Booth, y S. Cleary. 2006. Dividend Smoothing and Debt Ratings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41 (02):439-453.

Referencias bibliográficas

- Alali, F., A. Anandarajan, y W. Jiang. 2012. The effect of corporate governance on firm's credit ratings: Further evidence using governance score in the United States. *Accounting and Finance* 52 (2):291-312.
- Aldamen, H., y K. Duncan. 2012. Does adopting good corporate governance impact the cost of intermediated and non-intermediated debt? *Accounting & Finance* 52:49-76.
- Aldamen, H., K. Duncan, S. Kelly, R. McNamara, y S. Nagel. 2012. Audit committee characteristics and firm performance during the global financial crisis. *Accounting & Finance* 52 (4):971-1000.
- Alesina, A., y P. Giuliano. 2011. Chapter 4 - Preferences for Redistribution. En *Handbook of Social Economics*, editado por J. Benhabib, A. Bisin and M. O. Jackson: The Netherlands: North-Holland, 93-131.
- Alp, A. 2013. Structural Shifts in Credit Rating Standards. *The Journal of Finance* 68 (6):2435-2470.
- Anderson, R. C., S. A. Mansi, y D. M. Reeb. 2003. Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics* 68 (2):263-285.
- . 2004. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics* 37 (3):315-342.
- Anderson, R. C., y D. M. Reeb. 2003. Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance* 58 (3):1301-1327.
- . 2004. Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms. *Administrative Science Quarterly* 49 (2):209-237.
- Andrés, P. d., V. Azofra, y F. López. 2005. Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review* 13 (2):197-210.
- Andrés, P. d., y J. A. Rodríguez Sanz. 2011. Corporate boards in high-tech firms. *The Spanish Review of Financial Economics* 9 (2):69-79.
- Andrés, P. d., y E. Vallelado. 2008. Corporate governance in banking: The role of the board of directors. *Journal of Banking & Finance* 32 (12):2570-2580.
- Andrés Suárez, J. d., E. Cabal García, C. Fernández Méndez, y C. Rodríguez Gutiérrez. 2013. The effectiveness of the audit committee in Spain: implications of its existence on the auditor's opinion. *SERIEs* 4 (3):333-352.
- Arora, A. 2013. Ownership Effects on Credit Risk Management Strategic Decisions: Evidence from Indian Banking Sector. *IUP Journal of Financial Risk Management* 10 (3):45-61.

- Ashbaugh-Skaife, H., D. W. Collins, y R. LaFond. 2006. The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics* 42 (1-2):203-243.
- Attig, N., S. Cleary, S. El Ghouli, y O. Guedhami. 2012. Institutional investment horizon and investment-cash flow sensitivity. *Journal of Banking & Finance* 36 (4):1164-1180.
- Attig, N., S. El Ghouli, y O. Guedhami. 2009. Do multiple large shareholders play a corporate governance role? Evidence from East Asia. *Journal of Financial Research* 32 (4):395-422.
- Azofra, V. 2004. El gobierno de la empresa en perspectiva internacional. En *El gobierno de la empresa: En busca de la transparencia y la confianza*, editado por E. Bueno Campos, M. Alonso Almeida y C. Seonae Coftoya. Madrid: Pirámide, 95-113.
- Baghai, R. P., H. Servaes, y A. Tamayo. 2014. Have Rating Agencies Become More Conservative? Implications for Capital Structure and Debt Pricing. *The Journal of Finance* 69 (5):1961-2005.
- Baker, H. K., y R. Anderson. 2010. An Overview of Corporate Governance. In *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*. New Jersey, U.S.: John Wiley & Sons, Inc., 1-17.
- Bammens, Y., W. Voordeckers, y A. Van Gils. 2011. Boards of Directors in Family Businesses: A Literature Review and Research Agenda. *International Journal of Management Reviews* 13 (2):134-152.
- Barber, B. M., y T. Odean. 2001. Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *The Quarterly Journal of Economics* 116 (1):261-292.
- Barca, F., y M. Becht. 2001. The Control of Corporate Europe. *Oxford University Press*.
- Baresa, S., S. Bogdan, y S. Ivanovic. 2012. Role, interests and critics of credit rating agencies. *UTMS Journal of Economics* 3 (1):71-82.
- Bebchuk, L., A. Cohen, y A. Ferrell. 2009. What Matters in Corporate Governance? *Review of Financial Studies* 22 (2):783-827.
- Bebchuk, L. A., y M. S. Weisbach. 2010. The State of Corporate Governance Research. *Review of Financial Studies* 23 (3):939-961.
- Becchetti, L., G. Degli Antoni, S. Ottone, and N. Solferino. 2013. Allocation criteria under task performance: The gendered preference for protection. *The Journal of Socio-Economics* 45 (0):96-111.
- Becht, M., P. Bolton, y A. Röell. 2002. Corporate Governance and Control. *ECGI - Finance Working Paper No. 02/2002*.

Referencias bibliográficas

- Bennedsen, M., H. C. Kongsted, y K. M. Nielsen. 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., y K. M. Nielsen. 2010. Incentive and entrenchment effects in European ownership. *Journal of Banking & Finance* 34 (9):2212-2229.
- Bennedsen, M., y D. Wolfenzon. 2000. The balance of power in closely held corporations. *Journal of Financial Economics* 58 (1-2):113-139.
- Berger, A. N., L. F. Klapper, M. S. Martinez Peria, y R. Zaidi. 2008. Bank ownership type and banking relationships. *Journal of Financial Intermediation* 17 (1):37-62.
- Berle, A., y G. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: The Macmillan Company.
- Bernasek, A., y S. Shwiff. 2001. Gender, Risk, and Retirement. *Journal of Economic Issues* 35 (2):345-356.
- Bertrand, M., P. Mehta, y S. Mullainathan. 2002. Ferreting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups. *The Quarterly Journal of Economics* 117 (1):121-148.
- Bhagat, S., y B. Black. 2002. The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law* 27 (2):231-273.
- Bhojraj, S., y P. Sengupta. 2003. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. *The Journal of Business* 76 (3):455-475.
- Bona-Sánchez, C., J. Pérez-Alemán, y D. J. Santana-Martín. 2008. Blindaje y capacidad informativa del resultado contable. *Universia Business Review* 20 (Cuarto trimestre):12-27.
- Bonn, I. 2004. Board Structure and firm performance: Evidence from Australia. *Journal of the Australian and New Zealand Academy of Management* 10 (1):14-24.
- Boot, A. W. A., T. T. Milbourn, y A. Schmeits. 2006. Credit Ratings as Coordination Mechanisms. *Review of Financial Studies* 19 (1):81-118.
- Borghans, L., J. J. Heckman, B. H. H. Golsteyn, y H. Meijers. 2009. Gender differences in risk aversion and ambiguity aversion. *Journal of the European Economic Association* 7 (2-3):649-658.
- Boubakri, N., y H. Ghouma. 2010. Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence. *Journal of Banking & Finance* 34 (10):2481-2499.
- Brick, I. E., y N. K. Chidambaran. 2010. Board meetings, committee structure, and firm value. *Journal of Corporate Finance* 16 (4):533-553.

Referencias bibliográficas

- Bronson, S. N., J. V. Carcello, C. W. Hollingsworth, y T. L. Neal. 2009. Are fully independent audit committees really necessary? *Journal of Accounting and Public Policy* 28 (4):265-280.
- Brown, L. D., y M. L. Caylor. 2006. Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy* 25 (4):409-434.
- Brown, P., W. Beekes, y P. Verhoeven. 2011. Corporate governance, accounting and finance: A review. *Accounting & Finance* 51 (1):96-172.
- Byrnes, J. P., D. C. Miller, y W. D. Schafer. 1999. Gender differences in risk taking: A meta-analysis. *Psychological Bulletin* 125 (3):367-383.
- Campbell, K., y A. Mínguez-Vera. 2008. Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics* 83 (3):435-451.
- Cantor, R. 2004. An introduction to recent research on credit ratings. *Journal of Banking & Finance* 28 (11):2565-2573.
- Carrasco Gallego, A., J. Laffarga Briones, y E. Ruiz Barbadillo. 2011. Cultural differences across countries and access of woman to boards of directors. Diferencias culturales entre países y acceso de la mujer a los consejos de administración. *Revista Española de Financiación y Contabilidad / Spanish Journal of Finance and Accounting* 40 (152):629-656.
- Carter, D. A., F. D'Souza, B. J. Simkins, y W. G. Simpson. 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. A., B. J. Simkins, y W. G. Simpson. 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.
- Cashman, G. D., S. L. Gillan, y C. Jun. 2012. Going overboard? On busy directors and firm value. *Journal of Banking & Finance* 36 (12):3248-3259.
- Castelli, A., G. P. Dwyer, y I. Hasan. 2012. Bank Relationships and Firms' Financial Performance: The Italian Experience. *European Financial Management* 18 (1):28-67.
- Catalyst. 2004. The Bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity. Disponible en: <http://www.catalyst.org/knowledge/bottom-line-connecting-corporate-performance-and-gender-diversity> [Consulta: marzo 2015].
- . 2011. The Bottom Line: Corporate Performance and Women's Representation on Boards (2004–2008). Disponible en: <http://www.catalyst.org/knowledge/bottom-line-corporate-performance-and-womens-representation-boards-20042008> [Consulta: marzo 2015].

Referencias bibliográficas

- Charness, G., y U. Gneezy. 2010. Portfolio choice and risk attitudes: An experiment. *Economic Inquiry* 48 (1):133-146.
- . 2012. Strong Evidence for Gender Differences in Risk Taking. *Journal of Economic Behavior & Organization* 83 (1):50-58.
- Chava, S., P. Kumar, y A. Warga. 2010. Managerial Agency and Bond Covenants. *Review of Financial Studies* 23 (3):1120-1148.
- Chen, C. J. P., y B. Jaggi. 2000. Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy* 19 (4-5):285-310.
- Chen, D. 2012. Classified boards, the cost of debt, and firm performance. *Journal of Banking & Finance* 36 (12):3346-3365.
- . 2013. The Non-monotonic Effect of Board Independence on Credit Ratings. *Journal of Financial Services Research*.
- Chen, E.-T., S. Gray, y J. Nowland. 2013. Family Representatives in Family Firms. *Corporate Governance: An International Review* 21 (3):242-263.
- Cheng, M., y K. R. Subramanyam. 2008. Analyst Following and Credit Ratings. *Contemporary Accounting Research* 25 (4):1007-1043.
- Chiang, H. 2011. Improving company credit ratings by reinforcing the quality of independent directors. *African Journal of Business Management* 5 (22):9075-9086.
- Chiou, C.-L., M.-W. Hung, y P.-G. Shu. 2013. Foreign Direct Investment in Emerging Markets: Bondholders' Perspective. *Emerging Markets Finance and Trade* 49 (sup4):5-16.
- Chou, H.-I., H. Chung, y X. Yin. 2013. Attendance of board meetings and Company performance: Evidence from Taiwan. *Journal of Banking & Finance* 37 (11):4157-4171.
- Chou, T.-K., y J.-C. Cheng. 2012. Credit ratings and excess value of diversification. *Journal of Empirical Finance* 19 (2):266-281.
- Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, y L. H. P. Lang. 2002. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance* 57 (6):2741-2771.
- Claessens, S., S. Djankov, y L. H. P. Lang. 2000. The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics* 58 (1-2):81-112.
- Claessens, S., y J. P. H. Fan. 2002. Corporate Governance in Asia: A Survey. *International Review of Finance* 3 (2):71-103.

- Claessens, S., y B. B. Yurtoglu. 2013. Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review* 15 (0):1-33.
- Coase, R. H. 1937. The Nature of the Firm. *Economica* 4 (16):386-405.
- Coles, J. L., N. D. Daniel, y L. Naveen. 2008. Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics* 87 (2):329-356.
- Coles, J. W., V. B. McWilliams, y N. Sen. 2001. An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of Management* 27 (1):23-50.
- Comisión Europea. 2006. Comunicación de la Comisión sobre las agencias de calificación crediticia (2006/C 59/02) (Texto pertinente a efectos del EEE). *Diario Oficial de la Unión Europea: comunicaciones e informaciones*, 11 de marzo de 2006, C59, pp. 2-6. Disponible en: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_.2006.059.01.0002.01.SPA
- . 2015a. Reglamento delegado (UE) 2015/1 de la Comisión de 30 de septiembre de 2014 por el que se completa el Reglamento (CE) n° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a la información periódica sobre los honorarios cobrados por las agencias de calificación a efectos de la supervisión permanente por parte de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (Texto pertinente a efectos del EEE). *Diario Oficial de la Unión Europea: legislación*, 6 de enero de 2015, L2, pp. 1-23. Disponible en: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2015.002.01.0001.01.SPA
- . 2015b. Reglamento delegado (UE) 2015/2 de la Comisión de 30 de septiembre de 2014 por el que se completa el Reglamento (CE) n° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a la presentación de la información que las agencias de calificación crediticia comunican a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (Texto pertinente a efectos del EEE). *Diario Oficial de la Unión Europea: legislación*, 6 de enero de 2015, L2, pp. 24-56. Disponible en: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2015.002.01.0024.01.SPA
- . 2015c. Reglamento delegado (UE) 2015/3 de la Comisión de 30 de septiembre de 2014 por el que se completa el Reglamento (CE) n° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a las normas técnicas de regulación relativas a los requisitos de información aplicables a los instrumentos de financiación estructurada (Texto pertinente a efectos del EEE). *Diario Oficial de la Unión Europea: legislación*, 6 de enero de 2015, L2, pp. 57-119. Disponible en: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2015.002.01.0057.01.SPA
- Cook, D. O., y H. Wang. 2011. The informativeness and ability of independent multi-firm directors. *Journal of Corporate Finance* 17 (1):108-121.
- Croce, A., S. Lugo, y R. W. Faff. 2011. Rating Alignment, Rating Shopping and Reputation of Credit Rating Agencies: Evidence from the Subprime Crisis. *Disponible en SSRN*.

Referencias bibliográficas

- Croci, E., H. Gonenc, y N. Ozkan. 2012. CEO compensation, family control, and institutional investors in Continental Europe. *Journal of Banking & Finance* 36 (12):3318-3335.
- Cui, H., y Y. T. Mak. 2002. The relationship between managerial ownership and firm performance in high R&D firms. *Journal of Corporate Finance* 8 (4):313-336.
- Curtis, M., C. Schmid, y M. Struber. 2012. Gender diversity and corporate performance: Credit Suisse Research Institute.
- Czarnitzki, D., y K. Kraft. 2004. Innovation indicators and corporate credit ratings: evidence from German firms. *Economics Letters* 82 (3):377-384.
- Daily, C. M. 1995. The relationship between board composition and leadership structure and bankruptcy reorganization outcomes. *Journal of Management* 21 (6):1041-1056.
- Daily, C. M., S. T. Certo, y D. R. Dalton. 1999. A decade of corporate women: some progress in the boardroom, none in the executive suite. *Strategic Management Journal* 20 (1):93-100.
- Daily, C. M., y D. R. Dalton. 1994. Bankruptcy and corporate governance: The impact of board composition and structure. *Academy of Management Journal* 37 (6):1603-1617.
- . 1997. Separate, But Not Independent: Board Leadership Structure in Large Corporations. *Corporate Governance: An International Review* 5 (3):126-136.
- Daily, C. M., J. L. Johnson, A. E. Ellstrand, y D. R. Dalton. 1998. Compensation committee composition as a determinant of CEO compensation. *Academy of Management Journal* 41 (2):209-220.
- Dalton, C. M., y D. R. Dalton. 2005. Boards of Directors: Utilizing Empirical Evidence in Developing Practical Prescriptions. *British Journal of Management* 16 (Supplement S1):S91-S97.
- Dalton, D. R., C. M. Daily, A. E. Ellstrand, y J. L. Johnson. 1998. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal* 19 (3):269-290.
- Dalton, D. R., y C. M. Dalton. 2011. Integration of Micro and Macro Studies in Governance Research: CEO Duality, Board Composition, and Financial Performance. *Journal of Management* 37 (2):404-411.
- Davies, J. R., D. Hillier, y P. McColgan. 2005. Ownership structure, managerial behavior and corporate value. *Journal of Corporate Finance* 11 (4):645-660.
- De Paola, M. 2013. The Determinants of Risk Aversion: The Role of Intergenerational Transmission. *German Economic Review* 14 (2):214-234.
- Denis, D. K. 2001. Twenty-five years of corporate governance research... and counting. *Review of Financial Economics* 10 (3):191-212.

- . 2011. International Corporate Governance Research. En *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*. New Jersey, U.S.: John Wiley & Sons, Inc., 123-139.
- Denis, D. K., y J. J. McConnell. 2003. International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (1):1-36.
- Dey, A. 2008. Corporate Governance and Agency Conflicts. *Journal of Accounting Research* 46 (5):1143-1181.
- Díez Esteban, J. M., C. D. García Gómez, y F. J. López Iturriaga. 2013. Evidencia internacional sobre la influencia de los grandes accionistas en el riesgo corporativo/International evidence about the influence of large shareholders on corporate risk taking. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 42 (160):487-511.
- Dreber, A., D. Rand, N. Wernerfelt, J. Garcia, M. Vilar, J. K. Lum, y R. Zeckhauser. 2011. Dopamine and risk choices in different domains: Findings among serious tournament bridge players. *Journal of Risk and Uncertainty* 43 (1):19-38.
- Dreibelbis, S., y J. Breazeale. 2012. Rating the analysis in the current recession: A review of Moody's and Standard and Poor's *Academy of Banking Studies Journal* 11 (1):55-71.
- Duchin, R., J. G. Matsusaka, y O. Ozbas. 2010. When are outside directors effective? *Journal of Financial Economics* 96 (2):195-214.
- Dulewicz, V., y P. Herbert. 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.
- Durante, R., L. Putterman, y J. van der Weele. 2014. Preferences for redistribution and perception of fairness: An experimental study. *Journal of the European Economic Association* 12 (4):1059-1086.
- Durisin, B., y F. Puzone. 2009. Maturation of Corporate Governance Research, 1993–2007: An Assessment. *Corporate Governance: An International Review* 17 (3):266-291.
- Dwyer, P. D., J. H. Gilkeson, y J. A. List. 2002. Gender differences in revealed risk taking: evidence from mutual fund investors. *Economics Letters* 76 (2):151-158.
- Eckel, C. C., y P. J. Grossman. 1998. Are Women Less Selfish Than Men?: Evidence From Dictator Experiments. *The Economic Journal* 108 (448):726-735.
- Eisenberg, T., S. Sundgren, y M. T. Wells. 1998. Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics* 48 (1):35-54.
- Eklund, J. E., J. Palmberg, y D. Wiberg. 2009. Ownership Structure, Board Composition and Investment Performance. *CESIS Working Paper No. 172*.

Referencias bibliográficas

- Elbannan, M. A. 2009. Quality of internal control over financial reporting, corporate governance and credit ratings. *International Journal of Disclosure and Governance* 6 (2):127-149.
- Erhardt, N. L., J. D. Werbel, y C. B. Shrader. 2003. Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review* 11 (2):102-111.
- Erickson, J., Y. W. Park, J. Reising, y H.-H. Shin. 2005. Board composition and firm value under concentrated ownership: the Canadian evidence. *Pacific-Basin Finance Journal* 13 (4):387-410.
- Espenlaub, S., A. Khurshed, y T. Sitthipongpanich. 2012. Bank connections, corporate investment and crisis. *Journal of Banking & Finance* 36 (5):1336-1353.
- European Corporate Governance Forum [EUCGF]. 2009. Statement of the European Corporate Governance Forum on Executive Remuneration. European Commission, The EU single market. 23 de marzo de 2009. Brussels, Belgium. Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-remuneration_en.pdf
- European Securities Markets Expert Group [ESME]. 2008. The role of Credit Rating Agencies. European Commission, Banking and Finance, 4 de junio de 2008. Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index_en.htm
- Faccio, M., y L. H. P. Lang. 2002. The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65 (3):365-395.
- Faccio, M., L. H. P. Lang, y L. Young. 2001. Dividends and expropriation. *The American Economic Review* 91 (1):54-78.
- Faccio, M., M.-T. Marchica, y R. Mura. 2014. CEO Gender and Corporate Risk-Taking. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2021136> [Consulta: 12 de mayo de 2015].
- Fahlenbrach, R., A. Low, y R. M. Stulz. 2010. Why do firms appoint CEOs as outside directors? *Journal of Financial Economics* 97 (1):12-32.
- Fama, E. F. 1980. Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy* 88 (2):288-307.
- Fama, E. F., y M. C. Jensen. 1983. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics* 26 (2):301-325.
- Farrell, K. A., y P. L. Hersch. 2005. Additions to corporate boards: the effect of gender. *Journal of Corporate Finance* 11 (1-2):85-106.
- Felton, J., B. Gibson, y D. M. Sanbonmatsu. 2003. Preference for Risk in Investing as a Function of Trait Optimism and Gender. *Journal of Behavioral Finance* 4 (1):33-40.

- Fitch Ratings. 2004. Evaluating corporate governance: the bondholders' perspective. 12 de abril. New York, NY: Fitch.
- . 2011. Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion. Septiembre. New York, NY: Fitch.
- . 2012. Evaluating corporate governance. Country and issuer-specific considerations. 12 de diciembre. New York, NY: Fitch.
- . 2014. "Our Organization." Disponible en: <https://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/about-us/about-us.jsp> [Consulta: abril 2014].
- Florackis, C. 2005. Internal corporate governance mechanisms and corporate performance: evidence for UK firms. *Applied Financial Economics Letters* 1 (4):211-216.
- Florackis, C., A. Kostakis, y A. Ozkan. 2009. Managerial ownership and performance. *Journal of Business Research* 62 (12):1350-1357.
- Forbes, D. P., y F. J. Milliken. 1999. Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management. The Academy of Management Review* 24 (3):489-505.
- Fracassi, C., y G. Tate. 2012. External Networking and Internal Firm Governance. *The Journal of Finance* 67 (1):153-194.
- Franks, J., y C. Mayer. 2001. Ownership and Control of German Corporations. *Review of Financial Studies* 14 (4):943-977.
- Franks, J., C. Mayer, y S. Rossi. 2009. Ownership: Evolution and regulation. *Review of Financial Studies* 22 (10):4009-4056.
- Frantz, P., y N. Insteffjord. 2013. Corporate Governance and the Cost of Borrowing. *Journal of Business Finance & Accounting* 40 (7-8):918-948.
- Gallego-Álvarez, I., I. M. García-Sánchez, y L. Rodríguez-Domínguez. 2010. The influence of gender diversity on corporate performance. *Revista de Contabilidad* 13 (1):53-88.
- Gao, W. 2007. Banks as Lenders and Shareholders: Evidence from Japan. In *SSRN Working Paper Series*. Rochester: Social Science Research Network.
- García-Meca, E., y J. P. Sánchez-Ballesta. 2011. Firm value and ownership structure in the Spanish capital market. *Corporate Governance* 11 (1):41-53.
- García-Ramos, R., y M. García-Olalla. 2011a. Board characteristics and firm performance in public founder- and nonfounder-led family businesses. *Journal of Family Business Strategy* 2 (4):220-231.

Referencias bibliográficas

- . 2011b. The structure of the board of directors in family versus non-family firms: Empirical evidence in Spain. *Spanish Journal of Finance and Accounting Revista Española de Financiación y Contabilidad* 40 (149):35-64.
- Gill, M. S., T. S. Vijay, y S. Jha. 2009. Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance: A Survey of Literature. *IUP Journal of Corporate Governance* 8 (1):7-21.
- Gillan, S. L., y L. T. Starks. 2007. The Evolution of Shareholder Activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance* 19 (1):55-73.
- Goergen, M., S. Chahine, C. Brewster, y G. Wood. 2013. Trust, Owner Rights, Employee Rights and Firm Performance. *Journal of Business Finance & Accounting* 40 (5-6):589-619.
- Gomes, A. R., y W. Novaes. 2005. Sharing of Control as a Corporate Governance Mechanism. *PIER Working Paper No. 01-029; U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper 01-12*.
- Gompers, P., J. Ishii, y A. Metrick. 2003. Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics* 118 (1):107-156.
- González Méndez, V. M. 2009. Large shareholders, bank ownership and informativeness of earnings. *Revista de Economía Aplicada* 17 (51):81-102.
- Gray, S., A. Mirkovic, y V. Ragunathan. 2006. The Determinants of Credit Ratings: Australian Evidence. *Australian Journal of Management* 31 (2):333-354.
- Greene, W. H. 2001. *Análisis econométrico*. Traducción: J. A. Hernández Sánchez, J. Mora López, J. Perote Peña, M. Risueño Gómez, R. Sánchez Larrión y J. Sarda Pons. Tercera ed. Madrid: Prentice Hall.
- Grosvold, J., y S. Brammer. 2011. National Institutional Systems as Antecedents of Female Board Representation: An Empirical Study. *Corporate Governance: An International Review* 19 (2):116-135.
- Gupta, M., y L. P. Fields. 2009. Board Independence and Corporate Governance: Evidence From Director Resignations. *Journal of Business Finance & Accounting* 36 (1-2):161-184.
- Güth, W., C. Schmidt, y M. Sutter. 2007. Bargaining outside the lab – a newspaper experiment of a three-person ultimatum game*. *The Economic Journal* 117 (518):449-469.
- Halko, M.-L., M. Kaustia, y E. Alanko. 2012. The gender effect in risky asset holdings. *Journal of Economic Behavior & Organization* 83 (1):66-81.
- Han, S. H., M. S. Pagano, y Y. S. Shin. 2012. Rating Agency Reputation, the Global Financial Crisis, and the Cost of Debt. *Financial Management* 41 (4):849-884.

- Heinrichs, M. y I. Stanoeva. 2013. Country Risk and Sovereign Risk - Building Clearer Borders. S&P Capital IQ. Febrero. New York, NY: Standard and Poor's Financial Services LLC.
- Hermalin, B. E., y M. S. Weisbach. 1991. The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management* 20 (4):101.
- . 1998. Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO. *The American Economic Review* 88 (1):96-118.
- . 2003. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy Review* 9 (1):7-26.
- Hu, Y., y S. Izumida. 2008. Ownership Concentration and Corporate Performance: A Causal Analysis with Japanese Panel Data. *Corporate Governance: An International Review* 16 (4):342-358.
- Hurst, N. E. 2004. Corporate Ethics, Governance and Social Responsibility: Comparing European Business Practices to those in the United States. *A Study Conducted for the Business and Organizational Ethics Partnership Markkula Center for Applied Ethics Santa Clara University.*
- Huse, M., R. Hoskisson, A. Zattoni, y R. Viganò. 2011. New perspectives on board research: changing the research agenda. *Journal of Management & Governance* 15 (1):5-28.
- Huyghebaert, N., y L. Wang. 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., y S. Kim. 2009. It pays to have friends. *Journal of Financial Economics* 93 (1):138-158.
- IOSCO [International Organization of Securities Commissions]. 2008. Code of conduct fundamentals for credit rating agencies. Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. Revisado en mayo, OICV-IOSCO, PD271. Disponible en: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>
- . 2014. Code of conduct fundamentals for credit rating agencies – Consultation report. Report of the Board of the International Organization of Securities Commissions. *Consultation document*, febrero, OICV-IOSCO, CR01/2014, PD437. Disponible en: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD437.pdf>
- Jackling, B., y S. Johl. 2009. Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies. *Corporate Governance: An International Review* 17 (4):492-509.
- Jacobsen, B., J. B. Lee, W. Marquering, and C. Y. Zhang. 2014. Gender differences in optimism and asset allocation. *Journal of Economic Behavior & Organization* 107, Part B (0):630-651.

Referencias bibliográficas

- Jara-Bertin, M., y F. J. López-Iturriaga. 2011. Earnings Management and Contest to the Control: An Analysis of European Family Firms. *Journal of CENTRUM Cathedra* 4 (1):100-120.
- Jara-Bertin, M., F. J. López-Iturriaga, y Ó. López-de-Foronda. 2008. The Contest to the Control in European Family Firms: How Other Shareholders Affect Firm Value. *Corporate Governance: An International Review* 16 (3):146-159.
- . 2011. Does the influence of institutional investors depend on the institutional framework? An international analysis. *Applied Economics* 44 (3):265-278.
- 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., y W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4):305-360.
- Jianakoplos, N. A., y A. Bernasek. 1998. Are women more risk averse? *Economic Inquiry* 36 (4):620-630.
- Jiraporn, P., P. Chintrakarn, J.-C. Kim, y Y. Liu. 2012. Exploring the Agency Cost of Debt: Evidence from the ISS Governance Standards. *Journal of Financial Services Research* 44 (2):205-227.
- Jiraporn, P., W. N. Davidson Iii, P. DaDalt, y Y. Ning. 2009. Too busy to show up? An analysis of directors' absences. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 49 (3):1159-1171.
- John, K., L. Litov, y B. Yeung. 2008. Corporate Governance and Risk-Taking. *The Journal of Finance* 63 (4):1679-1728.
- John, K., y L. W. Senbet. 1998. Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance* 22 (4):371-403.
- Johnson, J. L., C. M. Daily, y A. E. Ellstrand. 1996. Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of Management* 22 (3):409-438.
- Johnson, S., P. Rafael La, F. Lopez-de-Silanes, y A. Shleifer. 2000. Tunneling. *The American Economic Review* 90 (2):22-27.
- Kang, H., M. Cheng, y S. J. Gray. 2007. Corporate Governance and Board Composition: diversity and independence of Australian boards. *Corporate Governance: An International Review* 15 (2):194-207.
- Karamanou, I., y N. Vafeas. 2005. The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting Research* 43 (3):453-486.
- Kaya, H. D. 2011. The Effect of Firm Characteristics on Choice of Debt Financing. *International Journal of Management* 28 (4):199-208.

- Khan, T. 2006. Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data. *The Economic Journal* 116 (510):C172-C189.
- Kiel, G. C., y G. J. Nicholson. 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.
- Kim, Y., y A. A. Cannella. 2008. Toward a Social Capital Theory of Director Selection. *Corporate Governance: An International Review* 16 (4):282-293.
- King, T.-H. D., y M.-M. Wen. 2011. Shareholder governance, bondholder governance, and managerial risk-taking. *Journal of Banking & Finance* 35 (3):512-531.
- Kisgen, D. J. 2006. Credit Ratings and Capital Structure. *The Journal of Finance* 61 (3):1035-1072.
- . 2009. Do Firms Target Credit Ratings or Leverage Levels? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44 (06):1323-1344.
- Klein, A. 1998. Firm performance and board committee structure. *Journal of Law and Economics* 41 (1):275-303.
- . 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33 (3):375-400.
- Klock, M. S., S. A. Mansi, y W. F. Maxwell. 2005. Does Corporate Governance Matter to Bondholders? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40 (04):693-719.
- Konijn, S. J. J., R. Kräussl, y A. Lucas. 2011. Blockholder dispersion and firm value. *Journal of Corporate Finance* 17 (5):1330-1339.
- Kumar, K., y S. Bhattacharya. 2006. Artificial neural network vs linear discriminant analysis in credit ratings forecast. *Review of Accounting & Finance* 5 (3):216-227.
- Kumar, K., y J. D. Haynes. 2003. Forecasting credit ratings using an ANN and statistical techniques. *International Journal of Business Studies* 11 (1):91-108.
- Kumar, N., y J. P. Singh. 2012. Outside Directors, Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from India. *Asian Journal of Finance & Accounting* 4 (2):39-55.
- Kuo, Y.-P., y J.-H. Hung. 2012. Family Control and Investment-Cash Flow Sensitivity: Moderating Effects of Excess Control Rights and Board Independence. *Corporate Governance: An International Review* 20 (3):253-266.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, y A. Shleifer. 1999. Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance* 54 (2):471-517.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, y R. W. Vishny. 1997. Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance* 52 (3):1131-1150.
- . 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106 (6):1113-1155.

Referencias bibliográficas

- . 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58 (1-2):3-27.
- . 2002. Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance* 57 (3):1147-1170.
- Lagner, T., y D. Knyphausen-Aufseß. 2012. Rating Agencies as Gatekeepers to the Capital Market: Practical Implications of 40 Years of Research. *Financial Markets, Institutions & Instruments* 21 (3):157-202.
- Langohr, H., y P. Langohr. 2008. *The rating agencies and their credit ratings: What they are, how they work, and why they are relevant*. Editado por W. Finance. London, UK: John Wiley & Sons Ltd.
- Lawal, B. 2012. Board Dynamics and Corporate Performance: Review of Literature, and Empirical Challenges. *International Journal of Economics and Finance* 4 (1):22-35.
- Levich, R., G. Majnoni, y C. M. Reinhart. 2002. Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System. *New York: Kluwer Academic Publishers*.
- Levine, R. 1998. The legal environment, banks, and long-run economic growth. *Journal of Money, Credit, and Banking* 30 (3):596-620.
- . 1999. Law, Finance, and Economic Growth. *Journal of Financial Intermediation* 8 (1-2):8-35.
- Lima, B. F., y A. Z. Sanvicente. 2013. Quality of Corporate Governance and Cost of Equity in Brazil. *Journal of Applied Corporate Finance* 25 (1):72-80.
- Lin, Y.-f., Y. M. C. Yeh, y F.-m. Yang. 2014. Supervisory quality of board and firm performance: a perspective of board meeting attendance. *Total Quality Management & Business Excellence* 25 (3-4):264.
- Linck, J. S., J. M. Netter, y T. Yang. 2008. The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics* 87 (2):308-328.
- Lipton, M., y J. W. Lorsch. 1992. A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *The Business Lawyer* 48 (1):59.
- Liu, C. Z., y Y.-F. Wang. 2011. Understanding Credit Rating Surrounding a Financial Restatement: Evidence from Industry Membership and Auditor Switch. *The Business Review, Cambridge* 19 (1):271-278.
- Loderer, C., y U. Waelchli. 2010. Protecting Minority Shareholders: Listed versus Unlisted Firms. *Financial Management* 39 (1):33-57.
- López Iturriaga, F., y P. Saona Hoffmann. 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.

Referencias bibliográficas

- López-de-Foronda, Ó., F. J. López-Iturriaga, y M. Santamaría-Mariscal. 2007. Ownership Structure, Sharing of Control and Legal Framework: international evidence. *Corporate Governance: An International Review* 15 (6):1130-1143.
- López-Gracia, J., y C. Aybar-Arias. 2000. An Empirical Approach to the Financial Behaviour of Small and Medium Sized Companies. *Small Business Economics* 14 (1):55-63.
- Losada López, R. 2009. Agencias de Rating: hacia una nueva regulación. *Monografías Comisión Nacional del Mercados de Valores (CNMV)* 34:1-66.
- Mahrt-Smith, J. 2006. Should banks own equity stakes in their borrowers? A contractual solution to hold-up problems. *Journal of Banking & Finance* 30 (10):2911-2929.
- Marshall, A., L. McCann, y P. McColgan. 2014. Do banks really monitor? Evidence from CEO succession decisions. *Journal of Banking & Finance* 46 (0):118-131.
- Masciandaro, D. 2013. Sovereign debt: financial market over-reliance on credit rating agencies (in Sovereign risk: a world without risk-free assets?). *Bank for International Settlements. BIS Papers* 72:50-62.
- Masulis, R. W., y S. Mobbs. 2011. Are All Inside Directors the Same? Evidence from the External Directorship Market. *The Journal of Finance* 66 (3):823-872.
- Mateos de Cabo, R., R. Gimeno, y M. J. Nieto. 2012. Gender Diversity on European Banks' Boards of Directors. *Journal of Business Ethics* 109 (2):145-162.
- Maury, B. 2006. Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance* 12 (2):321-341.
- Maury, B., y A. Pajuste. 2005. Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance* 29 (7):1813-1834.
- McKinsey & Company (2008). "Women Matter 2: Female leadership, a competitive edge for the future".
- Miguel, A. d., J. Pindado, y C. d. I. Torre. 2004. Ownership structure and firm value: new evidence from Spain. *Strategic Management Journal* 25 (12):1199-1207.
- Mintz, S. M. 2005. Corporate Governance in an International Context: legal systems, financing patterns and cultural variables. *Corporate Governance: An International Review* 13 (5):582-597.
- Mishra, D. R. 2011. Multiple Large Shareholders and Corporate Risk Taking: Evidence from East Asia. *Corporate Governance: An International Review* 19 (6):507-528.
- Moody's Investors Service [Moody's]. 2004. Moody's findings on corporate governance in the United States and Canada: August 2003 - September 2004. *Special Comment*. Octubre. Report number: 89113. New York, NY: Moody's Investors Service, Global Credit Research.

Referencias bibliográficas

- . 2013a. Code of Professional Conduct. Diciembre. SP11557. New York, NY: Moody's Investors Service.
- . 2013b. Rating symbols and definitions. Septiembre. SP9121 / PBC_79004. New York, NY: Moody's Investors Service.
- . 2014a. Annual Default Study: Corporate Default and Recovery Rates, 1920–2013. Exhibit 41. *Special Comment. Credit Policy*. 28 de febrero. Report number: 165331. New York, NY: Moody's Investor Service.
- . 2014b. How to get rated. Disponible en: <https://www.moodys.com/ratings-process/How-to-Get-Rated/002001> [Consulta: abril 2014].
- . 2014c. Moody's History. Disponible en: <https://www.moodys.com/Pages/atc001.aspx> [Consulta: abril 2014].
- Morck, R., M. Nakamura, y A. Shivdasani. 2000. Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan. *The Journal of Business* 73 (4):539-567.
- Morck, R., A. Shleifer, y R. Vishny, W. 1988. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 20 (1-2):293-315.
- Morck, R., D. Wolfenzon, y B. Yeung. 2005. Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth. *Journal of Economic Literature* 43 (3):655-720.
- Morellec, E., B. Nikolov, y N. Schürhoff. 2012. Corporate Governance and Capital Structure Dynamics. *The Journal of Finance* 67 (3):803-848.
- Murphy, A., y K. Topyan. 2005. Corporate Governance: A Critical Survey of Key Concepts, Issues, and Recent Reforms in the US. *Employee Responsibilities and Rights Journal* 17 (2):75-89.
- Nakano, M., y P. Nguyen. 2012. Board Size and Corporate Risk Taking: Further Evidence from Japan. *Corporate Governance: An International Review* 20 (4):369-387.
- Nenova, T. 2003. The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics* 68 (3):325-351.
- Nguyen, P. 2011. Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal* 19 (3):278-297.
- Nielsen, S., y M. Huse. 2010. The Contribution of Women on Boards of Directors: Going beyond the Surface. *Corporate Governance: An International Review* 18 (2):136-148.
- OECD [Organisation for Economic Co-operation and Development]. 2004. OECD Principles of corporate governance. Paris, Francia: *OECD Publications*. ISBN 92-64-01597-3. Disponible en: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>

- . 2009. Corporate governance and the financial crisis: Key findings and main messages. Junio. París, Francia: OECD. Disponible en: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf>
- Paige Fields, L., D. R. Fraser, y A. Subrahmanyam. 2012. Board quality and the cost of debt capital: The case of bank loans. *Journal of Banking & Finance* 36 (5):1536-1547.
- Paligorova, T. 2010. Corporate Risk Taking and Ownership Structure. *Bank of Canada Working Paper 2010-3*.
- Paligorova, T., y Z. Xu. 2012. Complex ownership and capital structure. *Journal of Corporate Finance* 18 (4):701-716.
- Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea. 2009. [Reglamento \(CE\) N° 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo](#) de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia (Texto pertinente a efectos del EEE). *Diario Oficial de la Unión Europea: legislación*, 17 de noviembre de 2009, L302, pp. 1-31. Disponible en: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2009.302.01.0001.01.SPA
- . 2010. Reglamento (UE) N° 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010 por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión n° 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión. *Diario Oficial de la Unión Europea: legislación*, 15 de diciembre de 2010, L331, p. 84-119. Disponible en: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2010.331.01.0084.01.SPA
- . 2011. Reglamento (UE) N° 513/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de mayo de 2011 por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia (Texto pertinente a efectos del EEE). *Diario Oficial de la Unión Europea: legislación*, 31 de mayo de 2011, L145, pp. 30-56. Disponible en: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2011.145.01.0030.01.SPA
- . 2013. Reglamento (UE) N° 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de mayo de 2013 por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia (Texto pertinente a efectos del EEE). *Diario Oficial de la Unión Europea: legislación*, 31 de mayo de 2013, L146, pp. 1-33. Disponible en: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2013.146.01.0001.01.SPA
- Pérez-González, F. 2006. Inherited Control and Firm Performance. *The American Economic Review* 96 (5):1559-1588.
- Perry, T., y A. Shivdasani. 2005. Do Boards Affect Performance? Evidence from Corporate Restructuring. *The Journal of Business* 78 (4):1403-1432.
- Peterson, D. L. 2013. President of Standard & Poor's Ratings Services. Executive comment: The role of Credit Rating Agencies in the Financial System. *The speech in a United Nations thematic debate*. 10 de septiembre de 2013.

Referencias bibliográficas

- Standard & Poor's Ratings Services. New York, NY: Standard & Poor's Financial Services LLC. McGraw Hill Financial.
- Pindado, J., I. Requejo, y C. de la Torre. 2012. Do Family Firms Use Dividend Policy as a Governance Mechanism? Evidence from the Euro zone. *Corporate Governance: An International Review* 20 (5):413-431.
- Ravina, E., y P. Sapienza. 2010. What Do Independent Directors Know? Evidence from Their Trading. *Review of Financial Studies* 23 (3):962-1003.
- Reeb, D., y A. Upadhyay. 2010. Subordinate board structures. *Journal of Corporate Finance* 16 (4):469-486.
- Renders, A., y A. Gaeremynck. 2012. Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies. *Corporate Governance: An International Review* 20 (2):125-143.
- Rhoades, D. L., P. L. Rechner, y C. Sundaramurthy. 2000. Board composition and financial performance: A meta-analysis of the influence of outside directors. *Journal of Managerial Issues* 12 (1):76-91.
- Roberson, Q. M., y H. J. Park. 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.
- Roje, G. 2005. The role of accounting determinants in predicting long term credit ratings. *28th European accounting association Congress: collected abstracts Rimmel, Gunnar (ed). - Gotheborg, Sweeden: BAS Publishing House –Goteborg 2005:125.*
- Rose, C. 2007. Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance: An International Review* 15 (2):404-413.
- Rosenstein, S., y J. G. Wyatt. 1990. Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics* 26 (2):175-191.
- . 1997. Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics* 44 (2):229-250.
- Ruigrok, W., S. I. Peck, y H. Keller. 2006. Board Characteristics and Involvement in Strategic Decision Making: Evidence from Swiss Companies*. *Journal of Management Studies* 43 (5):1201-1226.
- Salvador Muñoz, C., J. M. Pastor, y J. F. Fernández de Guevara. 2011. Are the ratings good indicators of the creditworthiness of the entities that quality? *Bank strategy, governance and ratings de Molyneux:109-133.*
- Sánchez-Ballesta, J. P., y E. García-Meca. 2007a. A Meta-Analytic Vision of the Effect of Ownership Structure on Firm Performance. *Corporate Governance: An International Review* 15 (5):879-892.

- . 2007b. Ownership Structure, Discretionary Accruals and the Informativeness of Earnings. *Corporate Governance: An International Review* 15 (4):677-691.
- Santana Martín, D. J. 2010. Los pactos parasociales en la Bolsa Española. *Universia Business Review* (28):46-61.
- Santana Martín, D. J., y I. Aguiar Díaz. 2006. El último propietario de las empresas cotizadas españolas (1996-2002). *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa* (26):47-72.
- Schmid, M. M., y H. Zimmermann. 2008. Should chairman and CEO be separated? Leadership structure and firm performance in Switzerland. *Schmalenbach Business Review: ZFBF* 60:182-204.
- Schroeter, U. G. 2013. Chapter 35 - Credit Ratings and Credit Rating Agencies. En *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions and Infrastructure*. San Diego, CA. USA: Elsevier Inc., 379-390.
- Setia-Atmaja, L., G. A. Tanewski, y M. Skully. 2009. The Role of Dividends, Debt and Board Structure in the Governance of Family Controlled Firms. *Journal of Business Finance & Accounting* 36 (7-8):863-898.
- Shleifer, A., y R. W. Vishny. 1986. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy* 94 (3):461-488.
- . 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* 52 (2):737-783.
- Shukeri, S. N., O. W. Shin, y M. S. Shaari. 2012. Does Board of Director's Characteristics Affect Firm Performance? Evidence from Malaysian Public Listed Companies. *International Business Research* 5 (9):120-127.
- Singh, M., y W. N. Davidson III. 2003. Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of Banking & Finance* 27 (5):793-816.
- Smith, N., V. Smith, y M. Verner. 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.
- Standard & Poor's. 2002. Standard & Poor's corporate governance scores: criteria, methodology and definitions. *Standard and Poor's Governance Services*. Julio. New York, NY: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- . 2008. Corporate Ratings Criteria. New York, NY: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- . 2011a. Guide to Credit Rating Essentials. What are credit ratings and how do they work? Versión 1.4. New York, NY: Standard & Poor's Financial Services LLC, The McGraw-Hill Companies, Inc.

Referencias bibliográficas

- . 2011b. Guide to Ratings Performance. How does Standard & Poor's measure performance. Versión 1.2. New York, NY: Standard & Poor's Financial Services LLC, The McGraw-Hill Companies, Inc.
- . 2013. Definiciones de calificaciones de Standard & Poor's. Standard & Poor's Ratings Services, McGraw-Hill Financial. 24 de octubre. New York, NY: Standard & Poor's Financial Services LLC.
- . 2014a. A history of Standard & Poor's. Disponible en: <http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/> [Consulta: abril 2014].
- . 2014b. Browse Ratings by Practice. Disponible en: <http://www.standardandpoors.com/ratings/en/us/> [Consulta: abril 2014].
- S&P Capital IQ. 2015. Credit Conversations: Practitioner Perspectives on Challenges in Counterparty Analysis. [Webinar]. 8 de abril de 2015. McGraw-Hill Financial. New York, NY: Standard & Poor's Financial Services LLC.
- Tejerina-Gaite, F. 2006. La influencia de las entidades bancarias en el gobierno de las empresas no financieras. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 35 (129):469-472.
- Terjesen, S., R. Sealy, y V. Singh. 2009. Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda. *Corporate Governance: An International Review* 17 (3):320-337.
- The Committee of European Securities Regulators [CESR]. 2005. CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies. Marzo, Ref: CESR/05-139b. Paris, Francia. Disponible en: http://www.esma.europa.eu/system/files/05_139b.pdf
- The Economist. 2014. The slumps that shaped modern finance; Financial Crises. *The Economist*, 12 de abril de 2014. London, United Kingdom: The Economist Intelligence Unit N.A., Incorporated. 411(8882). ISSN 00130613. Disponible en: <http://www.economist.com/news/essays/21600451-finance-not-merely-prone-crises-it-shaped-them-five-historical-crises-show-how-aspects-today-s-fina>
- Thomsen, S. 2005. Conflicts of Interest or Aligned Incentives? Blockholder Ownership, Dividends and Firm Value in the US and the EU. *European Business Organization Law Review* 6 (2):201-225.
- Thomsen, S., y T. Pedersen. 2000. Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal* 21 (6):689-705.
- U.S. Securities and Exchange Commission [SEC]. 2003. Report on the role and function of credit rating agencies in the operation of the securities markets - As required by section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. Enero. Washington, D.C. Disponible en: <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>

Referencias bibliográficas

- Vafeas, N. 1999. Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics* 53 (1):113-142.
- Van der Walt, N., y C. Ingley. 2003. Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors. *Corporate Governance: An International Review* 11 (3):218-234.
- Van der Walt, N., C. Ingley, G. S. Shergill, y A. Townsend. 2006. Board configuration: are diverse boards better boards? *Corporate Governance* 6 (2):129-147.
- Villalonga, B., y R. Amit. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80 (2):385-417.
- . 2009. How Are U.S. Family Firms Controlled? *Review of Financial Studies* 22 (8):3047-3091.
- . 2010. Family Control of Firms and Industries. *Financial Management* 39 (3):863-904.
- Wang, Y.-F. 2011. The Quality of Credit Rating and Bankruptcy Probability: Evidence from Post-SOX Restatements. *The Business Review, Cambridge* 19 (1):249-255.
- Watson, J., y M. McNaughton. 2007. Gender Differences in Risk Aversion and Expected Retirement Benefits. *Financial Analysts Journal* 63 (4):52-62.
- Weber, J. 2006. Discussion of the effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics* 42 (1-2):245-254.
- Weinstein, D. E., y Y. Yafeh. 1998. On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan. *The Journal of Finance* 53 (2):635-672.
- Weir, C., y D. Laing. 2001. Governance structures, director independence and corporate performance in the UK. *European Business Review* 13 (2):86-95.
- White, L. J. 2013. Credit Rating Agencies: An Overview. *Annual Review of Financial Economics* 5 (1):93-122.
- Wilson, N. 2009. Women in the boardroom help companies succeed. *The Times*, Marzo 19, 2009. Disponible en: <http://www.thetimes.co.uk/tto/life/article1855471.ece> [Consulta: 12 de marzo de 2015].
- Wilson, N., y A. Altanlar. 2009. Director Characteristics, Gender Balance and Insolvency Risk: An Empirical Study. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1932107> [Consulta: 12 de mayo de 2015].
- Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40 (2):185-211.
- Yi, H.-C., y D. J. Mullineaux. 2006. The informational role of bank loan ratings. *Journal of Financial Research* 29 (4):481-501.

Referencias bibliográficas

- Yoshikawa, T., y A. A. Rasheed. 2009. Convergence of Corporate Governance: Critical Review and Future Directions. *Corporate Governance: An International Review* 17 (3):388-404.
- Younas, Z. I., M. W. Siddiqi, J. ur Rehman, y B. Mehmood. 2011. Does Disclosure Quality Reduce Default Risk? Empirical Evidence from Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business* 3 (1):170-179.
- Zattoni, A., y F. Cuomo. 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. 1995. What determines the value of corporate votes? *The Quarterly Journal of Economics* 110 (4):1047.
- . 1997. Corporate Governance. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series* No. 6309.

Códigos de gobierno corporativo consultados:

Alemania:

Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex. 2014. German Corporate Governance Code. 24 de junio. Frankfurt am Main, Alemania. Disponible en: http://www.dcgk.de/files/dcgk/usercontent/en/download/code/E-CorpGov_2014.pdf [Consulta: abril 2015].

Austria:

Austrian Working Group for Corporate Governance. 2015. Austrian Code of Corporate Governance. Enero. Viena, Austria: *Austrian Working Group for Corporate Governance*. Disponible en: http://www.wienerbourse.at/corporate/pdf/CG_Kodex_EN_Jaenner_2015_v3.pdf [Consulta: abril 2015].

Bélgica:

Corporate Governance Committee. 2009. The 2009 Belgian Code on Corporate Governance. 12 de marzo. Bruselas, Bélgica. D/0140/2009/0. Disponible en: <http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/final%20code/CorporateGovUKCode2009.pdf> [Consulta: abril 2015].

Dinamarca:

Committee on Corporate Governance. 2014. Recommendations on Corporate Governance. Mayo 2013 actualizado en mayo 2014. Copenhagen, Dinamarca. Disponible en: <http://corporategovernance.dk/file/479181/committee-on-corporate-governance-recommendations-for-corporate-governance-of-may-2014.pdf> [Consulta: abril 2015].

España:

Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV). 2013. Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas. Junio. Madrid, España. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CUBGrefundido_JUNI_O2013.pdf [Consulta: abril 2015].

Finlandia:

Securities Market Association y Corporate Governance working group. 2010. Finnish Corporate Governance Code. 15 de Junio. Helsinki, Finlandia. ISBN 978-952-5620-47-4. Disponible en: <http://cgfinland.fi/files/2012/01/finnish-cg-code-2010.pdf> [Consulta: abril 2015].

Francia:

Haut Comité de Gouvernement d'entreprise. 2014. Guide d'application du code AFEP-MEDEF de Gouvernement d'entreprise des sociétés cotées de Juin 2013. Enero. Paris, Francia. Disponible en: <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/article/guide-dapplication-du-code-afep-medef-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html> [Consulta: abril 2015].

Italia:

Italian Corporate Governance Committee. 2014. Corporate Governance Code. Julio. Milán, Italia. Disponible en: <http://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2014cleaneng.en.pdf> [Consulta: abril 2015].

Luxemburgo:

Société de la Bourse de Luxembourg S.A. 2013. The X Principles of Corporate Governance of the Luxembourg Stock Exchange. 3rd edition-revised version. Mayo. Luxemburgo. Disponible en: <https://www.bourse.lu/corporate-governance> [Consulta: abril 2015].

Noruega:

Norwegian Corporate Governance Board. 2014. The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance. Octava edición. 30 de Octubre. Oslo, Noruega. ISBN 978-82-93119-11-1. Disponible en: <http://www.nues.no/filestore/Dokumenter/Anbefalingene/2014/2014-10-30Code2014ENGweb.pdf> [Consulta: abril 2015].

Países Bajos:

Corporate Governance Code Monitoring Committee. 2008. Dutch Corporate Governance Code. Principles of good corporate governance and best practice provisions. 10 de diciembre. La Haya, Países Bajos. Disponible en: <http://commissiecorporategovernance.nl/dutch-corporate-governance-code> [Consulta: abril 2015].

Referencias bibliográficas

Portugal:

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). 2013. CMVM Corporate Governance Code. Julio. Lisboa, Portugal. Disponible en: <http://www.cmvm.pt/EN/Recomendacao/Documents/Final.trad.Cod.Gov.Soc.09.10.2013.MM.pdf> [Consulta: abril 2015].

Reino Unido:

Financial Reporting Council Limited. 2014. The UK Corporate Governance Code. Septiembre. Londres, Reino Unido. ISBN 978-0-7545-5245-1. Disponible en: <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf> [Consulta: abril 2015].

Suecia:

Swedish Corporate Governance Board. 2010. The Swedish Corporate Governance Code. 1 de Febrero. Estocolmo, Suecia: Trosa Tryckeri. SE-103 95. Disponible en: http://www.corporategovernanceboard.se/media/45322/svenskkodbolagsstyrn_2010_eng_korrigerad20110321.pdf [Consulta: abril 2015].

Suiza:

Economiesuisse - Swiss Business Federation. 2014. Swiss code of best practice for Corporate Governance. Septiembre. Zurich, Suiza: DAZ Druckerei Albisrieden AG. Disponible en: http://www.economiesuisse.ch/en/Documents/swisscode_e_web.pdf [Consulta: abril 2015].