



El cumplimiento de los códigos de buen gobierno y la divulgación de información ambiental, social y sobre gobierno corporativo

Corporate governance codes compliance and environmental, social and governance disclosures

Elena Moreno-Ureba *, Francisco Bravo-Urquiza

Universidad de Sevilla, España

Recibido el 9 de enero de 2019; aceptado el 30 de abril de 2019
Disponible en Internet el: 7 de mayo de 2019

Resumen

Este trabajo pretende estudiar si el cumplimiento de las recomendaciones contenidas en los Códigos de Buen Gobierno contribuye a la divulgación de información voluntaria relativa a aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo. Los resultados ponen de manifiesto que el cumplimiento de las recomendaciones de los códigos en su totalidad no guarda relación con la divulgación de información ambiental y social. Sin embargo, el cumplimiento de las recomendaciones sobre el consejo de administración influye positivamente en la divulgación voluntaria de este tipo de información. Esta evidencia contribuye al debate en torno al papel de los Códigos de Buen Gobierno y tiene implicaciones directas para empresas y reguladores a la hora de diseñar los mecanismos de gobierno corporativo.

Código JEL: G34; G38; G39

Palabras clave: Códigos de Buen Gobierno; Gobierno Corporativo; Consejos de Administración; Divulgación de información; Información ambiental; social y de gobierno corporativo

Abstract

This work aims to study whether the compliance with the recommendations contained in Corporate Governance Codes contributes to environmental, social and corporate governance disclosure practices. The results fail to show a relationship between the global compliance with the recommendations of the codes and the environmental, social and governance disclosures. However, the compliance with the recommendations regarding the board of directors positively influences the voluntary disclosure of this type of information. This evidence contributes to the debate on the role of Corporate Governance Codes and has direct implications for companies and regulators when designing corporate governance mechanisms.

JEL code: G34; G38; G39

Keywords: Corporate Governance Codes; Corporate Governance; Boards of Directors; Information Disclosure; Environmental, Social and Governance Disclosures.

* Autor para correspondencia

Correo electrónico elenamoreno103@hotmail.com (E. Moreno-Ureba).

La revisión por pares es responsabilidad de la Universidad Nacional Autónoma de México.

<http://dx.doi.org/10.22201/fca.24488410e.2020.2388>

0186- 1042/© 2019 Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Contaduría y Administración. Este es un artículo Open Access bajo la licencia CC BY-NC-SA (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>)

Introducción

El gobierno corporativo se ha convertido en una cuestión clave para entender el funcionamiento de las compañías y ha adquirido una gran importancia para empresas, reguladores, académicos y la sociedad en general. En este sentido, legisladores y organismos reguladores a nivel internacional y nacional expresan la necesidad de gestionar de forma adecuada los mecanismos de gobierno corporativo. Particularmente, en la mayoría de los países desarrollados se han publicado numerosos Códigos de Buen Gobierno (CBG, de aquí en adelante). La aparición de estos códigos ha originado un intenso debate a nivel académico, profesional, y de reguladores sobre la efectividad de los CBG. La importancia de los mismos radica en el convencimiento generalizado de la relevancia que tiene para las sociedades cotizadas el hecho de ser gestionadas convenientemente y de forma transparente como elemento fundamental para la creación de valor en las organizaciones, el incremento de la eficiencia económica y el aumento de la confianza de los inversores (CNMV, 2015).

Sin embargo, el impacto que el cumplimiento de los códigos puede tener para las empresas es una cuestión aún abierta en la literatura, existiendo un debate intenso acerca de si el cumplimiento de los CBG se trata de una cuestión económica o ética (Hooghiemstra y van Ees, 2011). Los CBG se centran en recomendaciones sobre mecanismos de gobierno corporativo y han ganado gran visibilidad e importancia en los mercados de capitales (Cicon et al., 2012). Generalmente, los niveles de cumplimiento de los CBG son altos, no obstante, la mayoría de las empresas no cumplen todas las recomendaciones, posiblemente debido a que los efectos del cumplimiento de los CBG aún permanecen en gran parte inexplorados, por lo que resulta necesario profundizar en la investigación al respecto (Kabbach de Castro et al., 2017). Por otra parte, investigaciones previas se han centrado en estudiar si el cumplimiento de los CBG tiene algún efecto sobre el rendimiento empresarial y sobre la valoración de una empresa en el mercado (Fernández-Rodríguez et al., 2004; Stiglbauer y Velte 2014; Kaspereit et al., 2017). No obstante, los resultados no son concluyentes e investigaciones recientes han enfatizado la conveniencia de seguir avanzando en el estudio de las consecuencias que el cumplimiento de los CBG podría tener para una empresa.

Concretamente, Cuomo et al., (2016) resaltan la existencia de dos importantes gaps en la investigación existente. El primero de ellos está relacionado con la necesidad de realizar un análisis más detallado del cumplimiento de los citados códigos. El segundo de ellos sugiere la importancia que tendría estudiar el efecto del cumplimiento de las recomendaciones contenidas en los CBG sobre otro tipo de cuestiones. En nuestro trabajo, pretendemos extender la literatura previa cubriendo ambas cuestiones. Por ello, este estudio realiza un análisis en profundidad del cumplimiento de los CBG, centrándose no sólo en el cumplimiento a nivel global, sino también en el cumplimiento de las recomendaciones específicamente relacionadas con el consejo de administración, y de aquellas recomendaciones relativas a las diferentes comisiones del consejo. Esto es, se consideran tres niveles diferentes del cumplimiento de los CBG. Adicionalmente, otras de las novedades de este trabajo es el análisis de la relación entre los diferentes niveles de cumplimiento de los CBG y las prácticas de divulgación de información ambiental, social y de gobierno corporativo (ASG).

La divulgación de información es un aspecto crucial dentro de las estrategias corporativas, y los estudios existentes destacan que una mejora en los mecanismos de gobierno corporativo debería conllevar a una mejor supervisión de los procesos de divulgación de información y a una reducción de las asimetrías informativas en los mercados de capitales (Cerbioni y Parbonetti, 2007). Particularmente, la información ASG ha adquirido especial relevancia en los últimos años tanto para inversores, entidades, reguladores, acreedores, y todo tipo de grupos de interés o stakeholders de una empresa (Helfaya y Moussa, 2017; Dias et al., 2018; Yu et al., 2018). Por lo tanto, la divulgación ASG se ha convertido en un aspecto crítico de la estrategia de negocio (Lokuwaduge y Heenetigala, 2017). Uno de los motivos principales por los que las compañías divulgan información ASG se debe al hecho de que éstas están altamente condicionadas por la regulación existente, aunque la ausencia de obligatoriedad y de un marco común, da lugar a diversidad en los informes presentados,

complicando las comparaciones (Lokuwaduge y Heenetigala, 2017). No obstante, a nivel de regulación se está avanzando en la materia. Prueba de ello es la Directiva de la Unión Europea 2013/50/EU por la que se fomenta la transparencia y la Directiva 2014/95/UE sobre divulgación de información no financiera.

Por otra parte, existe un debate activo en relación a la adecuación de los informes ASG divulgados por las empresas a la información que realmente interesa a los diferentes agentes económicos de los mercados de capitales. En este sentido, estudios recientes revelan que la mayoría de los inversores considera que la divulgación de este tipo de información debe mejorarse debido a la importancia que tiene para empresas e inversores (PriceWaterhouseCoopers, 2016). De hecho, muchos estudios resaltan que la información ASG es fundamental en las decisiones de inversión (Ioannou y Serafeim, 2017).

En este sentido, la literatura previa considera que la divulgación de información ASG conlleva importantes beneficios en los mercados de capitales, puesto que permite reducir conflictos de agencia y asimetrías informativas (Cheng et al., 2014). En consecuencia, el estudio de los determinantes de las prácticas de divulgación voluntaria de este tipo de información resulta relevante para empresas, reguladores y académicos, siendo aún una cuestión que necesita más investigación (Galbreath, 2018). Teóricamente aquellas empresas con mejores prácticas de gobierno corporativo es probable que puedan supervisar de forma más efectiva el proceso de elaboración de información, buscando minimizar los problemas de agencia, y para ello tiendan también a mejorar la publicación de información de tipo social. Sin embargo, hasta nuestro conocimiento, no existen estudios que vinculen el cumplimiento de los CBG con la divulgación de información ASG. A la luz de los debates activos a nivel académico, profesional y de reguladores, en torno al papel de los CBG y a la necesidad de incrementar la información ASG, nuestro trabajo resulta relevante y cubre un importante hueco en la literatura existente.

La muestra utilizada se compone de las empresas que han cotizado en el IBEX-35 durante los años 2013-2016. España tiene ciertas características, como la concentración de la propiedad, el sistema de consejos unitario y la voluntariedad de las prácticas de buen gobierno, que acentúan los problemas de agencia (Manzaneque et al., 2016). Por lo tanto, el estudio del contexto español es interesante para poder entender la efectividad del cumplimiento de los CBG en la formulación de estrategias que contribuyan a reducir las asimetrías informativas. Los resultados de nuestro trabajo indican que sólo el cumplimiento de las recomendaciones relativas a los consejos de administración influye en las prácticas de divulgación voluntaria de información ASG. Estos resultados presentan diversas contribuciones a la literatura previa. En primer lugar, nuestra evidencia incrementa el debate acerca de si el cumplimiento de los CBG es un tema ético o económico. Segundo, los resultados ponen de manifiesto la necesidad de llevar a cabo un análisis detallado de las recomendaciones que contienen los CBG, pues no todos los bloques de recomendaciones parecen tener influencia sobre la divulgación de información ASG. De esta forma, contribuimos a la literatura existente resaltando que un análisis del cumplimiento a nivel global de los CBG podría ser insuficiente para entender la efectividad de éstos. El análisis de tres niveles diferentes de cumplimiento ha permitido observar diferencias en las relaciones estudiadas, lo que sin duda tiene implicaciones para las futuras investigaciones sobre las consecuencias de la aplicación de los CBG. Finalmente, los resultados permiten aportar nueva evidencia sobre los determinantes de información ASG, lo que resulta valioso para empresas y reguladores, dadas las implicaciones de este tipo de información en los mercados de capitales.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente forma. El segundo apartado incluye una revisión de la literatura. El tercer apartado hace referencia a la metodología. Los apartados cuarto y quinto presentan los principales resultados obtenidos y las conclusiones más relevantes, respectivamente.

Literatura previa y formulación de hipótesis

El gobierno corporativo es el conjunto de normas, principios y procedimientos que regulan tanto la estructura como el funcionamiento de los órganos de gobierno de una compañía. Establece las relaciones entre la junta directiva, el consejo de administración, los accionistas y el resto de partes interesadas marcando las reglas que van a guiar la toma de decisiones en la empresa (CNMV, 2017). Los mecanismos de gobierno corporativo son cruciales para garantizar los derechos de los stakeholders y la eficiencia en los mercados de capitales (Shleifer y Vishny, 1997). Por este motivo, desde los años 90 se ha sucedido a nivel internacional la aparición de CBG, que contienen un amplio espectro de recomendaciones con el fin de reforzar los derechos de inversores y demás stakeholders (Acero y Alcalde, 2010).

Concretamente, en España se han constituido cuatro Códigos de Buen Gobierno: el Informe Olivencia (1998), el Informe Aldama (2003), el Informe Conthe, distinguido como Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (2006) y el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (2015). Estos CBG agrupan las recomendaciones que contienen en distintos bloques, entre los cuales se encuentran de forma persistente aquellos que aglutinan recomendaciones relativas al consejo de administración y los que incluyen recomendaciones sobre las comisiones de este consejo (principalmente sobre la comisión de auditoría). Por esta razón, en este trabajo se analiza no sólo el grado de cumplimiento de los CBG a nivel global, sino también a nivel de las recomendaciones relativas al consejo de administración y de aquellas relativas a las comisiones de éste. Como se observa en la tabla 1, en el CBG actual existen 64 recomendaciones, de las cuales 11 hacen referencia a aspectos generales y cuestiones sobre la junta general de accionistas, 25 se centran exclusivamente en el consejo de administración, y 28 están relacionadas con las comisiones de este consejo.

Tabla 1
Recomendaciones por bloques

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

Fuente: Elaboración propia

Desde una perspectiva de la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976), el cumplimiento de las recomendaciones, tanto a nivel global como aquellas relativas al consejo de administración y a sus comisiones, debería contribuir a proteger los intereses de los stakeholders, así como a reducir los costes de agencia y las asimetrías informativas. En relación con esta cuestión, la literatura previa ha señalado que la divulgación de información ASG es una herramienta importante en la reducción de problemas de agencia (Cheng et al., 2014). En línea con la Triple Bottom Line (Elkington, 1994), el resultado organizacional no debe limitarse exclusivamente al rendimiento financiero, sino considerar también el desempeño social y ambiental (Visser et al., 2007). Por ello, la información ASG ha alcanzado una alta relevancia en los últimos años, y las demandas de este tipo de información son cada vez mayores entre inversores y otros stakeholders (Helfaya y Moussa, 2017). De hecho, muchos analistas e inversores incluyen esta información a la hora de emitir opiniones o realizar modelos de valoración de las empresas, por lo que la información ASG es actualmente crucial para reducir las asimetrías informativas en los mercados de capitales (Ioannou y Serafeim, 2017).

Algunos estudios han tratado de encontrar relaciones entre determinadas características de gobierno corporativo y la divulgación de información de tipo social. No obstante, siendo ésta una cuestión relevante en los mercados financieros, la literatura existente aún no ha explorado la posible asociación entre el cumplimiento de los CBG y las prácticas de divulgación de información ASG. Este artículo intenta avanzar en la literatura aportando una visión novedosa, analizando si el cumplimiento de las recomendaciones de los CBG a nivel global, a nivel del consejo de administración, y a nivel de las comisiones del mismo afecta a la divulgación ASG.

En primer lugar, el cumplimiento de las recomendaciones de los CBG a nivel global debería implicar unas estructuras de gobierno corporativo fuertes (Cortés y Martos, 2017). Las empresas con mejores estructuras de gobierno corporativo es probable que implementen estrategias más efectivas para proteger los intereses de los stakeholders (Hillman y Dalziel, 2003). Particularmente, existe un consenso en la literatura previa sobre el efecto positivo que los mecanismos de gobierno corporativo tienen sobre la calidad de las prácticas de divulgación de información (Carcello et al., 2011). En consonancia con los motivos expuestos anteriormente, dado que la información ASG resulta crucial para reducir los conflictos de agencia, se puede esperar que mejores estructuras de gobierno corporativo incrementen la calidad de la información ASG divulgada por las empresas. Entendiendo que el cumplimiento a nivel global de las recomendaciones de los CBG implica mejores estructuras de gobierno corporativo, formulamos la siguiente hipótesis:

H1: El cumplimiento de las recomendaciones a nivel global recogidas en los Códigos de Buen Gobierno contribuye a mejorar las prácticas de divulgación de información ASG.

Por otro lado, el consejo de administración es un mecanismo fundamental para la toma de decisiones empresariales y ejerce una función de supervisión sobre las estrategias corporativas más importantes (Fama y Jensen, 1983). En particular, el cumplimiento de las recomendaciones de los CBG relativas al consejo de administración implicaría que dichos consejos pueden cumplir de una manera más efectiva su función de control de sus tareas, entre las que se encuentra la supervisión del proceso de elaboración de la información (Donnelly y Mulcahy, 2008). Específicamente, estudios recientes han enfatizado que los consejos de administración son responsables de las políticas de divulgación ASG (Galbreath, 2018; Salehi et al., 2018). Puesto que un consejo de administración más efectivo debería reforzar los vínculos con los stakeholders y reducir conflictos de agencia (Arayssi et al., 2016), se espera que aquellas empresas que cumplan más recomendaciones relativas al consejo de administración mejoren sus prácticas de divulgación de información ASG, y por tanto la siguiente hipótesis es formulada:

H2: El cumplimiento de las recomendaciones a nivel del consejo de administración recogidas en los Códigos de Buen Gobierno contribuye a mejorar las prácticas de divulgación de información ASG.

Finalmente, los conflictos de agencia también deberían minimizarse con un mayor cumplimiento de las recomendaciones de los CBG relativas a las comisiones del consejo de administración. Dichas comisiones toman decisiones que en general contribuyen a incrementar el control ejercido sobre las estrategias empresariales (Rahmat et al., 2009). En particular, la comisión de auditoría, sobre la que se centran la mayoría de las recomendaciones en este bloque, puede tener un efecto directo sobre la supervisión del proceso de elaboración de la información (Ahmed y Anifowose, 2016). En este sentido, las investigaciones más recientes destacan que dicha comisión debe participar directamente en la implementación de estrategias de divulgación de información no financiera y de tipo social (Salehi y Shirazi, 2016). Aunque las otras comisiones no tienen una implicación directa en el proceso de elaboración de la información, también contribuyen a mejorar la capacidad de control en líneas generales de las estrategias corporativas. En línea con lo anteriormente expuesto, entendemos que el cumplimiento de las recomendaciones relativas a las comisiones puede llevar a mejorar las prácticas de divulgación de información ASG, y formulamos la siguiente hipótesis:

H3: El cumplimiento de las recomendaciones a nivel de las comisiones del consejo de administración recogidas en los Códigos de Buen Gobierno contribuye a mejorar las prácticas de divulgación de información ASG.

Metodología

Muestra y datos

La muestra está compuesta por las compañías que han cotizado en el IBEX-35 durante los años 2013-2016 haciendo un total de 130 observaciones. La selección de este periodo temporal viene motivada por la entrada en vigor de en España en el año 2017 de la Directiva 2014/95/UE sobre divulgación de información no financiera. La selección de los años anteriores evita que la información ASG divulgada por las empresas esté influenciada por dicha normativa, lo que sesgaría los resultados obtenidos. En cuanto a los datos necesarios para llevar a cabo el análisis empírico, se requieren, por un lado, datos referentes al cumplimiento de las recomendaciones contenidas en los CBG, y por otro, datos relativos a las prácticas de divulgación de información ASG. Los primeros se extraen del Índice Spencer Stuart (Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración 2013, 2014, 2015 y 2016). Dicho índice recoge el grado de seguimiento de los CBG de las compañías pertenecientes al IBEX-35. De forma similar a como viene establecido en dichos códigos, las recomendaciones se dividen en diferentes bloques, y dichos índices identifican por lo tanto el grado de cumplimiento a nivel global de los CBG, así como el grado de cumplimiento de las recomendaciones sobre el consejo de administración y sobre las comisiones de este consejo. Por otra parte, los datos referentes a las prácticas de divulgación de información ASG se han obtenido del Informe Reporta (2014, 2015, 2016, 2017). Dicho informe es elaborado por analistas de la empresa Deva Comunicación Financiera y presenta información sobre la calidad de la información publicada por las empresas españolas cotizadas. En concreto, dentro de este Informe Reporta nuestro trabajo se centra en el índice llamado “Compromiso”, que mide la información relativa a aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG).

Finalmente, los datos necesarios para calcular otro tipo de variables incluidas en el análisis empírico se han obtenido de la base de datos Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI) o directamente de las cuentas anuales de las empresas.

Variables

En primer lugar, para medir la calidad de la divulgación voluntaria de información ASG (ASG info) se ha utilizado el índice de Compromiso proporcionado por el Informe Reporta . Este tipo de valoraciones de analistas es común en los estudios que examinan la calidad de la información social de las empresas (Arayssi et al., 2016; Ioannou y Serafeim, 2017). Dicho índice se basa en 14 indicadores, que se diseñan tomando como referencia las directrices y recomendaciones de The Global Reporting Initiative (GRI), AA1000 de Accountability, Dow Jones Sustainability Index (DJSI), FTSE4Good, y el International Integrated Reporting Council (IIRC), entre otros. La evaluación de la información suministrada por las empresas se realiza por un equipo de analistas expertos en la materia y sigue un riguroso proceso de elaboración y supervisión para garantizar la independencia y objetividad.

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

- Cumplimiento de las recomendaciones a nivel global recogidas en los Códigos de Buen Gobierno (C-General).
- Cumplimiento de las recomendaciones relativas al consejo de administración recogidas en los Códigos de Buen Gobierno (C-Consejo).

- Cumplimiento de las recomendaciones relativas a las comisiones del consejo de administración recogidas en los Códigos de Buen Gobierno (C-Comisiones).

Finalmente, se han calculado una serie de variables de control, ya que indudablemente el nivel de divulgación voluntaria ASG depende de otras cuestiones no relacionadas con el gobierno corporativo. Así, en base a la literatura previa (Chavent et al., 2006), se han incluido el tamaño de la empresa, el endeudamiento, la rentabilidad, la situación financiera, el sector y el año. El tamaño (TAM) se obtiene como el logaritmo del total de activo; el endeudamiento (END) se calcula como el ratio pasivo ajeno/ activo total; la rentabilidad (RENT) se calcula como el ratio EBIT/Activo total y la situación financiera se mide utilizando el indicador propuesto por Zmijewski (1984) (ZMIJ). Por último, el sector de actividad al que pertenece la empresa (SECT) y el año objeto de estudio (AÑO) son variables dicotómicas que han sido también consideradas en el análisis empírico.

En la tabla 2 se recogen las variables analizadas y se explica cómo se ha procedido a su cálculo.

Tabla 2
Definición de variables

Nombre Variable dependiente	Definición	Cálculo
ASG info	Calidad de la información relativa a aspectos ambientales, sociales y sobre gobierno corporativo.	Valoración según el índice Compromiso del Informe Reporta.
Variables independientes		
C-General		
C-Consejo	Variables que expresan el grado de cumplimiento de las recomendaciones contenidas en los Códigos de Buen Gobierno.	Porcentaje de recomendaciones que se cumplen en cada bloque.
C-Comisiones		
Variables de control		
TAM	Tamaño de la empresa	Logaritmo del total de activo
END	Endeudamiento	Pasivo ajeno/ Activo total
RENT	Rentabilidad	EBIT/ Activo total
ZMIJ	Situación financiera	Variable dicotómica que toma el valor 1 cuando la compañía presenta una alta probabilidad de quiebra y 0 en caso contrario, en base al indicador de Zmijewski (1984).
SECT	Sector de actividad al que pertenece la empresa.	Variable dicotómica para cada sector según la clasificación del IGBM
AÑO	Año objeto de estudio	Variable dicotómica para cada año

Fuente: Elaboración propia

Modelo estadístico

En cuanto al modelo estadístico, se emplea un análisis de regresión mediante datos de panel para estudiar si la relación entre las variables dependientes e independientes es estadísticamente significativa. El uso de una regresión mediante datos de panel es especialmente conveniente en los análisis que combinan observaciones transversales con series temporales ya que permite las comparaciones entre el comportamiento de distintas organizaciones y entre la misma organización en diferentes momentos del tiempo. Asimismo, los datos de panel permiten controlar la heterogeneidad inobservable (Arellano y Bover, 1990). Por ello, esta metodología ha sido comúnmente empleada en este tipo de estudios (García-Sánchez et al., 2011; Shahwan, 2015). En relación con nuestro objetivo proponemos tres modelos para ver el efecto que cada medida de cumplimiento de las recomendaciones de los CBG tiene sobre las prácticas de divulgación de información ASG, que es considerada la variable dependiente en todos los modelos.

$$ASG\ info_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 C-General_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 END_{it} + \beta_4 RENT_{it} + \beta_5 ZMIJ_{it} + \beta_6 SECT_{it} + \beta_7 AÑO_{it} \quad (1)$$

$$ASG\ info_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 C-Consejo_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 END_{it} + \beta_4 RENT_{it} + \beta_5 ZMIJ_{it} + \beta_6 SECT_{it} + \beta_7 AÑO_{it} \quad (2)$$

$$ASG\ info_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 C-Comisiones_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 END_{it} + \beta_4 RENT_{it} + \beta_5 ZMIJ_{it} + \beta_6 SECT_{it} + \beta_7 AÑO_{it} \quad (3)$$

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

Donde i y t representan las unidades transversales y el periodo de tiempo respectivamente. La variable dependiente hace referencia a la información ASG publicada en el año $t+1$. Un problema habitual en este tipo de estudios es la existencia de endogeneidad entre las variables dependientes e independientes, concretamente relacionado con la existencia de relaciones en sentido inverso al previsto (Adams y Ferreira, 2009). Esto implicaría que las empresas que divulgan una mejor información ASG tienen más facilidades para cumplir con ciertas recomendaciones de los CBG. El hecho de utilizar variables independientes y de control retardadas respecto a la publicación de la información ASG, variable dependiente, descarta dicha opción (Ben-Amar y McIlkenny, 2015). Para cada modelo, se ha empleado el test de Hausman para determinar si el modelo de estimación más apropiado implicaba efectos fijos o efectos aleatorios.

Resultados

Análisis descriptivo y de correlaciones

La tabla 3 presenta los valores descriptivos de las variables incluidas en el análisis empírico.

Tabla 3

Estadísticos descriptivos

Variable	Media	Mediana	Desv. Típica	Mínimo	Máximo
ASG info	23.48	24.20	4.88	3.10	32.3
C-General	91.18	93.54	9.09	50.25	100
C-Consejo	90.75	94.44	9.07	61.90	100
C-Comisiones	90.91	94.12	9.31	53.57	100
TAM	7.05	6.85	0.81	5.67	8.70

END	0.63	0.69	0.30	0.05	2.00
RENT	4.55	2.53	14.19	-97.05	63.10
ZMIJ	0.15	0	0.36	0	1

Fuente: Elaboración propia

En primer lugar, los resultados descriptivos muestran que existe una alta variabilidad en los valores referentes a la divulgación de información ASG. Aunque las empresas estudiadas son de grandes dimensiones y están sometidas a altas presiones sociales, las prácticas de divulgación de información ASG son muy dispares. En segundo lugar, en cuanto a las variables independientes principales, las compañías analizadas tienden a cumplir en su mayoría las recomendaciones de la CNMV contenidas en los CBG. A pesar de esto, existen empresas con un bajo nivel de cumplimiento, lo que puede afectar a la efectividad de los mecanismos de gobierno corporativo. Por otro lado, el grado de seguimiento es similar en los tres bloques de recomendaciones estudiados, por lo que se descarta que las diferencias encontradas en los resultados puedan deberse a divergencias en el grado de cumplimiento de cada bloque. Finalmente, es de destacar que un análisis detallado de los descriptivos de cada variable nos lleva a descartar la presencia de valores extremos que pudieran condicionar el análisis empírico.

La tabla 4 muestra las correlaciones existentes entre cada una de las variables que conforman los modelos estadísticos. Dicha tabla pretende mostrar relaciones individuales entre las variables de nuestro estudio, así como descartar la existencia de problemas de multicolinealidad derivados de relaciones significativas especialmente altas.

Tabla 4.

Matriz de correlaciones

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(1) ASG info	1.000						
(2) C-General	0.008	1.000					
(3) C-Consejo	0.159*	0.640**	1.000				
(4) C-Comisiones	0.040	0.773***	0.509***	1.000			
(5) TAM	0.327***	0.148*	0.106	0.127	1.000		
(6) END	0.040	-0.104	-0.069	-0.054	0.441***	1.000	
(7) RENT	0.012	0.324***	0.216**	0.254***	-0.189**	-0.427***	1.000
(8) ZMIJ	-0.129	-0.094	0.005	-0.056	-0.102	0.279***	-0.415***

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

Fuente: Elaboración propia

En primer lugar, en cuanto a la relación existente entre la divulgación de información ASG y el grado de cumplimiento de las recomendaciones, cabe decir que existe una relación positiva, aunque solo es significativa atendiendo al seguimiento de las recomendaciones específicas del consejo de administración (significatividad al 10%). Existe por lo tanto una asociación entre el cumplimiento de las recomendaciones relativas al consejo de administración y el compromiso social de las empresas en términos de divulgación de información ASG. Por otro lado, como puede observarse, existe una relación positiva y significativa entre la divulgación de información ASG y el tamaño de las empresas, es decir, las empresas con mejores prácticas de divulgación de dicha información son aquellas que probablemente tienen mayor visibilidad y mayores presiones sociales dadas sus dimensiones. En línea con lo esperado, la relación entre los grados de cumplimiento

de los distintos bloques de recomendaciones es positiva y significativa, lo que demuestra que la empresa que tiende a cumplir más recomendaciones a nivel general, también lo hace de forma específica para las recomendaciones sobre el consejo de administración y sus comisiones.

En general, ninguna de las correlaciones entre las variables independientes excede de 0.700, (a excepción de la relación existente entre las variables C-Comisiones–C-General, que no entrarían de forma conjunta en ningún modelo), lo que confirma que no existen problemas de multicolinealidad en los modelos econométricos empleados en el análisis empírico (Cooper y Schindler, 2003).

Análisis de regresión

Los resultados del análisis de regresión mediante datos de panel se muestran en la tabla 5, que contiene información para cada uno de los modelos presentados en el apartado referente a la metodología. Dicha tabla muestra la significatividad de las relaciones existentes entre la divulgación de información ASG y las variables independientes y de control. En particular, el modelo 1 incluye como principal variable explicativa el cumplimiento de las recomendaciones a nivel global contenidas en los CBG, mientras que en los modelos 2 y 3 las variables explicativas son el seguimiento de las recomendaciones relativas al consejo de administración y a sus comisiones respectivamente.

Tabla 5

Modelos de regresión

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Constante	25.573*** (2.81)	10.150 (1.05)	24.532*** (2.74)
C-General	-0.040 (-0.74)		
C-Consejo		0.131** (2.35)	
C-Comisiones			-0.028 (-0.53)
TAM	0.935 (0.83)	0.901 (0.80)	0.927 (0.82)
END	-0.480 (-0.22)	-0.360 (-0.17)	-0.476 (-0.21)
RENT	0.007 (0.23)	-0.014 (-0.48)	0.003 (0.11)
ZMIJ	-1.390 (-1.30)	-1.792* (-1.71)	-1.413 (-1.32)
SECT	incluido	incluido	incluido
AÑO	incluido	incluido	incluido
R2 ajustado	0.304	0.330	0.304
F test	27.53**	32.91***	27.08**

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

Fuente: Elaboración propia

En primer lugar, cabe destacar que todos los modelos estudiados son significativos y poseen una capacidad explicativa aceptable. El Modelo 1, que analiza el efecto del cumplimiento de las recomendaciones a nivel global contenidas en los CBG sobre la divulgación voluntaria de información ASG, muestra que no existe relación entre dichas variables, puesto que el p-value del coeficiente de la variable C-General (0,462) es mayor que 0,10. Esto parece indicar que el hecho de cumplir las recomendaciones de los CBG no contribuye a una mejora en la revelación de esta información, por lo que no

se acepta la hipótesis H1. Estos resultados están en consonancia con otros estudios que indican que el cumplimiento de los CBG no tiene una incidencia directa en las decisiones corporativas (Stiglbauer y Velte, 2014), y que el cumplimiento de las recomendaciones contenidas en los CBG podría estar más relacionado con cuestiones morales y de reputación (Rhode y Packel, 2014). Sin embargo, no apoyan nuestros argumentos teóricos, y sugieren que, aunque el cumplimiento de las recomendaciones de los CBG a nivel global debería garantizar la protección de los intereses de los diferentes stakeholders, esto no tiene incidencia en las políticas específicas de divulgación de información ASG.

En relación con el Modelo 2, se observa que existe una relación positiva entre el cumplimiento de las recomendaciones relativas al consejo de administración y la divulgación de información ASG. El coeficiente de la variable C-Consejo tiene un signo positivo y un nivel de significatividad del 5% ($p\text{-value} = 0.019$). Esto supone que las empresas que cumplen un mayor porcentaje de recomendaciones relacionadas con el consejo de administración tienden a ser empresas más comprometidas con la sociedad y el desarrollo sostenible, en lo que a divulgación de información ASG respecta, y por tanto nos lleva a aceptar la hipótesis H2. Estos resultados refuerzan la evidencia encontrada por otros trabajos acerca del importante papel que los consejos de administración juegan en las prácticas de divulgación voluntaria de este tipo (Helfaya y Moussa, 2017; Galbreath, 2018). Por otro lado, estos resultados demuestran que la efectividad de los CBG puede depender del tipo de recomendaciones que se esté evaluando, contribuyendo al debate generado al respecto en la literatura previa (Cuomo et al., 2016). En línea con nuestros argumentos teóricos, el cumplimiento de las recomendaciones relativas al consejo de administración sí contribuye a reducir los problemas de agencia mejorando las prácticas de divulgación de información ASG, lo que probablemente se debe a la responsabilidad que estos consejos poseen en el establecimiento de dichas estrategias.

El Modelo 3, estudia la relación existente entre el seguimiento de las recomendaciones relacionadas con las comisiones del consejo de administración y la divulgación de información ASG. El coeficiente de la variable C-Comisiones no es estadísticamente significativo, siendo el $p\text{-value}$ (0,597) superior a 0,10, lo que indica que no existe relación significativa entre dichas variables, por lo que no se acepta la hipótesis H3. Aunque este resultado es contrario a nuestros argumentos teóricos, refuerza la idea expuesta anteriormente sobre el papel de los consejos de administración. Particularmente, esta evidencia permite dilucidar una cuestión relevante en la literatura acerca de los mecanismos que pueden mejorar las prácticas de información ASG. A pesar de que las comisiones del consejo de administración, en concreto la comisión de auditoría, pueden ser mecanismos útiles para reducir conflictos de agencia y supervisar la implementación de determinadas estrategias corporativas, nuestros resultados ponen de manifiesto que es el consejo de administración quien realmente influye en las políticas sobre divulgación de información ASG.

En cuanto al efecto de las variables de control, cabe destacar que sólo es significativa la relación entre el cumplimiento de las recomendaciones relacionadas con el consejo de administración y la probabilidad de quiebra (significatividad al 10%), resultando esta relación negativa, lo que supone que a medida que el riesgo de quiebra aumenta, se reduce la calidad de la información ASG. La inexistencia de otras relaciones puede deberse a la especificidad de la medida de la información utilizada. Así, estudios previos indican que, cuando se miden atributos informativos específicos o tipos de información concretos, las características empresariales podrían no ser determinantes de la divulgación de dicha información (Bravo et al. 2010).

Discusión

Según establece la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976), el cumplimiento de los CBG debería contribuir a proteger los intereses de los stakeholders, así como a reducir los costes de agencia y las asimetrías informativas. En esta línea, nuestro estudio busca explorar la relación entre el cumplimiento de las recomendaciones contenidas en los CGB por parte de las grandes cotizadas españolas y las prácticas de divulgación voluntaria de información ASG. Nuestro trabajo representa un paso adelante en la literatura sobre gobierno corporativo y sobre sostenibilidad y responsabilidad social corporativa. Por un lado, la literatura sobre gobierno corporativo indica que el cumplimiento de los CBG tiene un efecto en las percepciones de los inversores, que puede traducirse en reacciones positivas del mercado respecto al valor de la acciones (Goncharov et al., 2006; Chavez and Silva, 2009; Kaspereit et al., 2015; Kaspereit et al., 2017) y en un aumento de la reputación corporativa (Hooghiemstra y van Ees, 2011; Rhode y Packel, 2014; McCahery et al., 2016). Estos trabajos asumen que la reputación corporativa es la "agregación de la percepción de los distintos participantes sobre el grado en que las respuestas de la organización van a satisfacer las demandas y expectativas de los stakeholders" (Pucheta, 2010), y consideran que el cumplimiento de los CBG mejora dicha percepción. Adicionalmente, existe otra corriente en la literatura que argumenta que el cumplimiento de los CBG tiene un efecto en las decisiones estratégicas de las empresas, lo que impacta en el rendimiento empresarial. Así, diversos estudios manifiestan que un mayor grado de cumplimiento de los CBG influye positivamente en diferentes medidas de rendimiento financiero, como el ratio market-to-book, la Q de Tobin o la rentabilidad financiera de las empresas (Fernández-Rodríguez et al., 2004; Bassen et al., 2006; Stiglbauer, 2010; Luo y Salterio, 2014; Rodríguez-Fernández, 2016).

Nuestro trabajo, por tanto, contribuye a la literatura sobre el papel de los CBG profundizando en el estudio de las consecuencias que el cumplimiento de estos códigos puede tener en estrategias relacionadas con la divulgación de información ASG.

Por otro lado, en la literatura sobre responsabilidad social corporativa y sostenibilidad, existen estudios recientes que indican que la divulgación de información social, en particular ASG, puede estar condicionada por determinados factores empresariales y relativos al gobierno corporativo. En relación con los primeros, Lee et al., (2016) exponen que existe una relación negativa y significativa entre el endeudamiento de la compañía y la divulgación ASG. Asimismo, afirman que el tamaño de la organización y el gasto en I+D tienen un impacto negativo en la divulgación ASG. Por otro lado, Arraysi et al. (2016) resaltan una asociación negativa entre la divulgación de información ASG y el desempeño financiero cuando existen bajos niveles de diversidad de género en el consejo de administración. Yu et al., (2018) sugieren que las compañías con mayores niveles de activo, mayor inversión en I+D y buenos resultados financieros pasados, tienden a ser más transparentes en la divulgación ASG. Respecto a los mecanismos de gobierno corporativo, Helfaya y Moussa (2017) encuentran que los Consejos de Administración más independientes y con mayor diversidad de género tienden a divulgar información ASG de mayor calidad. Jizi et al., (2014) resaltan la existencia de una asociación positiva entre la independencia y el tamaño del consejo de administración, y la divulgación sobre responsabilidad social corporativa. Por lo tanto, nuestro estudio extiende esta literatura en torno a los determinantes de la divulgación de este tipo de información.

Conclusiones

Este artículo aporta nueva evidencia empírica relativa a la relación entre el cumplimiento de las recomendaciones contenidas en los CBG y las prácticas de divulgación voluntaria de información ASG. Los resultados muestran que sólo el cumplimiento de las recomendaciones relativas al consejo de administración presenta una asociación con las prácticas de divulgación voluntaria de la información ASG. Estos resultados pueden tener implicaciones tanto a nivel teórico como a nivel de empresas y reguladores.

Por un lado, en el ámbito académico, nuestra evidencia contribuye a la literatura sobre la efectividad de los CBG de dos maneras distintas. Primero, nuestro trabajo supone un avance en la investigación existente mediante el análisis de tres niveles diferentes del cumplimiento de los CBG. En este sentido, se pone de manifiesto que el efecto del cumplimiento de los CBG depende del tipo de recomendaciones estudiadas, lo que tiene implicaciones de cara a las futuras investigaciones sobre el cumplimiento de los CBG, que deben ser conscientes de esta cuestión. Segundo, nuestro estudio analiza una relación novedosa, examinando el impacto de los CBG sobre las prácticas de divulgación de información ASG. Los resultados encontrados permiten ampliar el conocimiento sobre los efectos del cumplimiento de los CBG y acerca de los determinantes de la divulgación de este tipo de información, que ha llegado a ser clave en los mercados de capitales. La literatura previa ha sugerido que el consejo de administración y sus comisiones pueden tener una responsabilidad en los procesos de divulgación de información ASG. En este sentido, nuestro estudio confirma que el consejo de administración desempeña un papel importante en el desarrollo de las estrategias relacionadas con la revelación de dicho tipo de información. El cumplimiento de las recomendaciones ayuda a incrementar la efectividad del consejo de administración, que resulta un mecanismo fundamental para reducir las asimetrías informativas relacionadas con la divulgación de información ASG.

Por otro lado, legisladores, empresas y organismos profesionales mantienen un interés significativo en conocer tanto la efectividad de los CBG como los factores que contribuyen a mejorar la información ASG y por tanto la transparencia informativa de las empresas. Nuestra evidencia tiene implicaciones directas sobre los organismos reguladores, que pueden orientar sus medidas respecto a la elaboración de los futuros CBG. Además, presenta implicaciones para las empresas, que pueden entender mejor cómo los mecanismos de gobierno corporativo ayudan a incrementar la calidad de la información ASG, asociada a importantes beneficios empresariales.

Este trabajo contiene ciertas limitaciones que pueden ser consideradas en investigaciones posteriores. En primer lugar, el estudio está limitado a país en un periodo concreto, y aunque los resultados pueden ser extrapolables a países con características similares, futuras investigaciones podrían centrarse en diferentes contextos institucionales o periodos temporales. Asimismo, nuestro estudio se centra exclusivamente en la información ASG. Sin embargo, abre las puertas a futuros trabajos que pretendan analizar la influencia de los CBG sobre distintas estrategias empresariales relativas a la responsabilidad social corporativa. Adicionalmente, en España las compañías del IBEX-35 respetan en su mayoría las recomendaciones dictadas por la CNMV contenidas en los CGB. Futuras investigaciones podrían examinar recomendaciones específicas en función del contexto analizado.

Referencias

- Acero, I. & Alcalde N. (2010). Heterogeneidad en los Consejos de Administración en España. *ICE: Revistas de Información Comercial Española*, mayo-junio 2010 (854), 85-103.
- Adams, R. B. & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94 (2), 291-309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>

- Ahmed Haji, A. & Anifowose, M. (2016). Audit committee and integrated reporting practice: does internal assurance matter? *Managerial Auditing Journal*, 31 (8/9), 915-948. <https://doi.org/10.1108/maj-12-2015-1293>
- Arayssi, M., Dah, M. & Jizi, M. (2016). Women on boards, sustainability reporting and firm performance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 7 (3), 376-401. <https://doi.org/10.1108/sampj-07-2015-0055>
- Arellano, M. & Bover, O. (1990). La econometría de datos de panel, *Investigaciones Económicas (Segunda Época)*, XIV (1), 3-45.
- Banegas, R. Manzanque, M., Simón, A. & Tejado, F. (2006). Análisis comparativo de las recomendaciones de los Códigos de Buen Gobierno publicados en España". *Lan Harremanak: Revista de Relaciones Laborales*; 14, 57-76.
- Bassen A., Meyer, K., & Schlange, J. (2006). The Influence of Corporate Responsibility on the Cost of Capital" (November 2006). <https://doi.org/10.2139/ssrn.984406>
- Ben-Amar, W. & McIlkeny, P. (2015). Board Effectiveness and the Voluntary Disclosure of Climate Change Information. *Business Strategy and the Environment*, 24 (8), 704-719. <https://doi.org/10.1002/bse.1840>
- Bravo, F., Abad, M. C. & Trombetta, M. (2010). Disclosure theories and disclosure measures. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 39 (147), 393-420. <https://doi.org/10.1080/02102412.2010.10779686>
- Carcello, J. V., Hermanson, D. R. & Ye, Z. (2011). Corporate governance research in accounting and auditing: Insights, practice implications, and future research directions. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 30 (3), 1-31. <https://doi.org/10.2308/ajpt-10112>
- Cerbioni, F. & Parbonetti, A. (2007). Exploring the effects of corporate governance on intellectual capital disclosure: an analysis of European biotechnology companies, *European Accounting Review*, 16 (4) 791-826. <https://doi.org/10.1080/09638180701707011>
- Chavent, M., Ding, Y., Fu, L., Stolowy, H. & Wang, H. (2006). Disclosure and determinants studies: An extension using the divisive clustering method (DIV). *European Accounting Review*, 15(2), 181-218. <https://doi.org/10.1080/09638180500253092>
- Chavez, G. A. & Silva, A. C. (2009). Brazil's Experiment with Corporate Governance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 21 (1), 34-44. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2009.00214.x>
- Cheng, B., Ioannou, I. & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35 (1), 1-23. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
- Cicon, J. E., Ferris, S. P., Kammal, A. J. & Noronha, G. (2012). European corporate governance: a thematic analysis of national codes of governance, *European financial management*, 8 (4), 620-648. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2010.00542.x>
- CNMV (2015). Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas. (Disponible en https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/codigo_buen_gobierno.pdf) (Consultado: 09/09/2017)
- CNMV (2017). Comisión Nacional del Mercado de Valores. (Disponible en <https://www.cnmv.es/portal/legislacion/COBG/COBG.aspx>) (Consultado: 10/09/2017)
- CNMV, grupo especial de trabajo (2006). Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas. (Disponible en: https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/codigo_unificado_esp_04.pdf) (Consultado: 10/09/2017)
- Comisión especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las sociedades, Comisión Olivencia (1998). El Gobierno de las sociedades cotizadas. (Disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/govsocot.pdf>) (Consultado: 11/09/2017)

- Comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad de los mercados y sociedades cotizadas, Comisión Aldama (2003). Informe de la Comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas. (Disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/INFORMEFINAL.PDF>) (Consultado: 11/09/2017).
- Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2003). *Research methods*. Boston, MA: Irwin.
- Cuomo, F., Mallin, C. & Zattoni, A. (2016). Corporate Governance Codes: A Review and Research Agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 24 (3), 222–241. <https://doi.org/10.1111/corg.12148>
- Deva Comunicación Financiera y Sostenibilidad (2014, 2015, 2016, 2017). Informe Reporta. (Disponible en <https://informereporta.com/>) (Consultado: 12/09/2017).
- Dias, R. V., Pinto, E. & Sousa, J.A. (2018). Financial disclosure and social environmental responsibility: An empirical study on the Brazilian market. *Contaduría y Administración*, 63 (2), Especial 2018, 1-29. <http://dx.doi.org/10.22201/fca.24488410e.2018.1473>
- Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos. DOUE, núm. 330, de 15 de noviembre de 2014, pp.1-9. (Disponible en <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-2014-83373>) (Consultado: 02/02/2018)
- Donnelly, R. & Mulcahy, M. (2008). Board Structure, Ownership, and Voluntary Disclosure in Ireland. *Corporate Governance*, 16 (5), 416-429. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00692.x>
- Elkington, J. (1994). Towards the sustainable corporation: Win-win-win business strategies for sustainable development. *California Management Review*, 36(2), 90-100. <https://doi.org/10.2307/41165746>
- Fama, E. & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, 26 (2), 301-325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Fernández-Rodríguez, E., Gómez-Ansón, S. & Cuervo-García, Á. (2004). The stock market reaction to the introduction of best practices codes by Spanish firms. *Corporate Governance: An International Review*, 12 29–46. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00692.x>
- Galbreath, J. (2018). Do Boards of Directors Influence Corporate Sustainable Development? An Attention Based Analysis. *Business Strategy and the Environment*, In press. <https://doi.org/10.1002/bse.2028>
- García- Sánchez, I. M., Rodríguez-Domínguez, L. & Gallego Álvarez, I. (2011). Corporate governance and strategic information on the internet. A study of Spanish listed companies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 24(4), 471-501. <https://doi.org/10.1108/09513571111133063>
- Goncharov, I., Werner, J. R. & Zimmermann, J. (2006). Does compliance with the German corporate governance code have an impact on stock valuation? An empirical analysis. *Corporate Governance*, 14(5), 432-445. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00516.x>
- Helfaya, A. & Moussa, T. (2017). Do board's corporate social responsibility strategy and orientation influence environmental sustainability disclosure? UK Evidence. *Business Strategy and the Environment*, 26 (8). <https://doi.org/10.1002/bse.1960>
- Hillman, A. & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28 (3), 383-396. <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196729>
- Hooghiemstra, R. & van Ees, H. (2011). Uniformity as response to soft law: Evidence from compliance and non-compliance with the Dutch corporate governance code, *Regulation and Governance*, 5 (4), 480-498. <https://doi.org/10.1111/j.1748-5991.2011.01118.x>

- Ioannou, I. & Serafeim, G. (2017). The consequences of mandatory corporate sustainability reporting. Harvard Business School Research Working Paper 11-100. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1799589>
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x)
- Jizi, M. I., Salama, A., Dixon, R. & Stratling, R. (2014). Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Disclosure: Evidence from the US Banking Sector, *Journal of Business Ethics*, 125 (4), 601–615.
- Kabbach de Castro, L. R., Aguilera, R. V. & Crespi-Cladera, R. (2017). Family firms and compliance: reconciling the conflicting predictions within the socioemotional wealth perspective, *Family Business Review*, 30 (2), 137-159. <https://doi.org/10.1177/0894486516685239>
- Kaspareit T., Lopatta K, & Zimmermann J. (2015). Does compliance with the German Corporate Governance Code pay off? An investigation of the implied cost of capital. *Journal of Risk Finance*, 16 (forthcoming). <https://doi.org/10.1108/JRF-10-2014-0150>
- Kaspareit, T., Lopatta, K. & Onnen D. (2017). Shareholder Value Implications of Compliance with the German Corporate Governance Code. *Managerial and Decisions Economics*, 38 (2), 166-177. <https://doi.org/10.1002/mde.2750>
- Lee, K. H., Cin, B. C. & Lee, E. Y. (2016). Environmental Responsibility and Firm Performance: The Application of an Environmental, Social and Governance Model, *Business Strategy and the Environment*, 25 (1), 40-53. <https://doi.org/10.1002/bse.1855>
- Lokuwaduge, C. S. D. S. & Heenetigala, K. (2017). Integrating environmental, social and governance (ESG) disclosure for a sustainable development: An Australian study. *Business Strategy and the Environment*, 26 (4), 438-450.
- Luo, Y. & Salterio, S. E. (2014). Governance Quality in a “Comply or Explain” Governance Disclosure Regime, *Corporate Governance. An International Review*, 22 (6), 460-481. <https://doi.org/10.1111/corg.12072>
- Manzanaque M., Priego, A. & Merino, E. (2016). Corporate Governance effect on financial distress likelihood: Evidence from Spain. *Revista de Contabilidad- Spanish Accounting Review*, 19 (1), 111-121. <https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2015.04.001>
- Cortés, F.J. & Martos, A. (2017). Responsabilidad Social Corporativa y Código de Buen Gobierno. Cumplimiento por las empresas del IBEX. *Boletín Económico de Información Comercial Española* 3092, del 1 al 31 de octubre de 2017, 49-66. <https://doi.org/10.32796/bice.2017.3092.5670>
- McCahery, J. A., Sautner, Z. & Starks, L. T. (2016). Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance*, 71 (6), 2905-2932. <https://doi.org/10.1111/jofi.12393>
- PriceWaterhouseCooper (2016). Corporate ESG Reporting: Are You Disclosing What Investors Want to Know?
- Pucheta, M. C. (2010) Información y Comunicación de la RSC. Colección Sostenibilidad y Responsabilidad Social Corporativa. Universidad Jaume: Netbiblio. España, pp 191. <https://doi.org/10.4272/978-84-9745-512-1.ch1>
- Rahmat, M. M., Iskandar, T. M. & Saleh, N.M. (2009). Audit committee characteristics in financially distressed and non-distressed companies. *Managerial Auditing Journal*, 24 (7), 624-638. <https://doi.org/10.1108/02686900910975350>
- Rhode, D. & Packel, A. K. (2014). Diversity on corporate boards: How much difference does difference make? *The Delaware Journal of Corporate Law*, 39 (2), 377-426. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1685615>
- Rodríguez-Fernández, M. (2016). Social responsibility and financial performance: The role of good corporate governance, *BRQ Business Research Quarterly*, 19 (2), April-June 2016, 137-151. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2015.08.001>
- Salehi, M. & Shirazi, M. (2016). Audit committee impact on the quality of financial reporting and disclosure: Evidence from the Tehran stock exchange. *Management Research Review*, 39 (12), 1639-1662. <https://doi.org/10.1108/MRR-09-2015-0198>

- Salehi, M., Jamalikazemini, B. & Farhangdoust, S. (2018). Board compensation and disclosure quality: Corporate governance interference. *Contaduría y Administración*, 63 (4), 1-30. <http://dx.doi.org/10.22201/fca.24488410e.2018.1653>
- Shahwan, T. M. (2015). The effects of Corporate Governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt. *Corporate Governance*, 15 (5), 641-662. <https://doi.org/10.1108/cg-11-2014-0140>
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). A survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52 (2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Sofofa y Ernest & Young (2002). El Gobierno Corporativo: oportunidades y amenazas. (Disponible en: <http://docplayer.es/15207245-El-gobierno-corporativo-oportunidades-y-amenazas.html>) (Consultado: 06/06/2018)
- Spencer Stuart (2013). Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración. 17ª edición. (Disponible en: https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/esbi2013_webf-05dec2013.pdf) (Consultado: 13/09/2017)
- Spencer Stuart (2014). Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración. 18ª edición. (Disponible en: https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/esbi2014_webf-05dec2014.pdf) (Consultado: 13/09/2017)
- Spencer Stuart (2015). Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración. 19ª edición. (Disponible en: https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/esbi2015_webf-05dec2015.pdf) (Consultado: 14/09/2017)
- Spencer Stuart (2016). Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración. 20ª edición. (Disponible en: https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/esbi2016_web.pdf) (Consultado: 14/09/2017)
- Stiglbauer, M., & Velte, P. (2014). Impact of soft law regulation by corporate governance codes on firm valuation: the case of Germany. *Corporate Governance*, 14 (3), 395-406. <https://doi.org/10.1108/cg-05-2012-0043>
- Stiglbauer, M. (2010). Transparency and disclosure on corporate governance as a key factor of companies' success: a simultaneous equations analysis for Germany. *Problems and Perspectives in Management*, 8 (1), 161-173.
- Visser, W., Matten, D., Polh, M.; & Tolhurst, N. (2007). *The A to Z of Corporate Social Responsibility*. (1st Ed.). England. <https://doi.org/10.1002/9781119205944>
- Vivas, L., Martínez, M. & García, J. (2012). 20 años de investigación sobre Gobierno Corporativo Internacional. *Revista General de Información y Documentación*, 22 (2012), 267-278. https://doi.org/10.5209/rev_rgid.2012.v22.39657
- Yu, E. P., Guo, C. Q., & Luu, B. V. (2018). Environmental, social and governance transparency and firm value. *Business Strategy and the Environment*, 27 (7), 987-1004. <https://doi.org/10.1002/bse.2047>
- Zmijewski, M. E. (1984). Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models. *Journal of Accounting Research*, 22 (1984), 59-82. <https://doi.org/10.2307/2490859>