

## Herramientas para el control de la empresa por parte del accionista: Los códigos de buen gobierno e Internet

**M. Mar Alonso Almeida**

mar.alonso@uam.es

*Universidad Autónoma de Madrid*

Organización de Empresas

Fac. de Ciencias Económicas y Empresariales

Carretera de Colmenar Viejo, Km. 15

28049 Madrid (España)

Recibido: Febrero 2008

Aceptado: Mayo 2008

La globalización de la economía y los escándalos financieros en algunas empresas han hecho que la información sobre el funcionamiento y gobierno de las empresas sea un asunto crítico para la confianza en éstas y para el buen funcionamiento del mercado de capitales.

La información sobre las empresas, no sólo reduce los riesgos sobre las inversiones, sino que reduce las asimetrías de información e incrementa la transparencia de la empresa frente a accionistas e inversores.

Los códigos de buen gobierno y la legislación emanada de estos códigos han impuesto grandes requerimientos de información a las empresas frente a los accionistas, principalmente sobre los órganos y prácticas de gobierno de las empresas, actuando de esta forma como sistemas

The globalization of the economy and the financial scandals at some companies have made the information on the performance and corporate governance a critical issues for the trust in them and for the proper functioning of the capital market.

The information on enterprises, not only reduces the risk on investments, but it reduces the information asymmetries and increases the transparency of the company for shareholders and investors.

The codes of good governance and legislation emanating from these codes have imposed reporting requirements on large companies versus shareholders, primarily on organs and practices of corporate governance, thus acting as control systems to the problem of

de control del problema de agencia que desarrollan la transparencia, vigilan el valor de la empresa y reducen los costes de agencia.

En este trabajo se va a analizar si los códigos de buen gobierno han contribuido a velar por los intereses de los accionistas; cómo lo están haciendo y proponer un modelo de desarrollo de gobierno electrónico que permita la verificación de las recomendaciones de buen gobierno y la participación en la vida social a los accionistas.

Palabras clave: códigos de buen gobierno, Internet, control, accionistas, gobierno corporativo electrónico.

agency developing transparency, monitoring the value of the business and reduce the cost of agency.

This paper will analyze whether the codes of good governance have contributed to look after the interests of shareholders, as we are doing and propose a model for development of e-government to permit verification of the recommendations of good governance and participation in social life to shareholders.

Key words: Codes of good governance, Internet, control, shareholders, electronic corporate governance.

## 1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años se han producido un gran número de debates en los que el tema central ha sido la proliferación de lo que se denomina "códigos de buen gobierno", es decir, el conjunto de dispositivos, mecanismos y estructuras que determinan la forma en que la compañía se dirige y controla. El propósito de estos códigos es conducir a las empresas a la obtención de mayores estándares de responsabilidad de la dirección, rendición de cuentas a los accionistas y creación de riqueza.

La importancia del tema para las empresas y el mercado de capitales ha llevado a que en la mayoría de los países se hayan promulgado códigos en los que se establecen reglas y recomendaciones de lo que debe entenderse por ese buen gobierno (Babío Arcay y Muiño Vazquez 2000).

El primer precedente de las recomendaciones sobre buen gobierno hay que buscarlo en Estados Unidos donde en 1978 el American Law Institute redactó un borrador del documento denominado *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*. En Europa, la preocupación por los códigos de buen gobierno comienza en el Reino Unido donde, en 1991, la Bolsa de Londres crea el comité Cadbury. Este publica sus recomendaciones y su código en el llamado "Informe Cadbury", en diciembre de 1992. Se trata de un código voluntario, aunque las empresas que cotizan en la Bolsa de Londres tienen la obligación de hacer referencia al cumplimiento o no de sus recomendaciones en sus informes anuales. En el caso de incumplimiento, y dentro del contexto de la Junta General de Accionistas, deben dar cuenta de los motivos. Al comité Cadbury siguió el comité Greenbury sobre remuneración de consejeros y

ejecutivos y, más recientemente, en 1998 el informe Hampel, con la intención de refundir los dos anteriores.

A partir de los códigos ingleses, casi todos los mercados organizados han promovido sus propios códigos de buen gobierno. En concreto España ha promulgado tres códigos de buen gobierno: el código Olivencia (1998), el Informe Aldama (2003) y el Código Unificado (2006).

Los diferentes códigos reconocen, como ingredientes básicos del gobierno de la sociedad: el control de los directivos por parte del consejo, la composición, funcionamiento y tamaño del consejo y sus comisiones y el suministro de amplia información al mercado acerca de sus actividades y resultados como medio para alcanzar mayor transparencia y mayor eficacia en las labores de supervisión y control que tiene encomendadas y un incremento del valor para el accionista (Hoogendoorn 2000).

Los códigos de buen gobierno recogen recomendaciones que permiten a las empresas fijar normas relativas a la supervisión de los directivos y a la rendición de cuentas a los accionistas, reduciendo, así, las asimetrías de información que permitirían a los directivos de la empresa tomar ventajas de su posición a costa de los intereses de los accionistas (Betcht 2000).

Como resumen, se puede asegurar que en la práctica totalidad de los códigos se incluyen disposiciones que resaltan la importancia de la transparencia informativa para un buen sistema de gobierno, asumiendo que una buena política de difusión de información contribuye a proteger los intereses de los accionistas y otras partes interesadas, al permitirles ejercer un adecuado grado de control sobre los directivos. A continuación se va a verificar si la investigación existente en esta materia contribuye a reforzar esta idea o la refuta.

## 2. LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO COMO GARANTES DE LOS ACCIONISTAS

Las prácticas de contabilidad creativa, el limitado papel de los auditores y sobre todo, la existencia de un espectacular incremento de empresas con graves problemas financieros que no se reflejaban en las cuentas anuales y los casos de fraude (Saudagaran 2001), se mencionan como detonantes del creciente interés por el gobierno de la empresa

(Keasey y Wright 1993). Es más, se ha considerado que la existencia de ciertos problemas en el sistema de gobierno de éstas podía ser imputable, en algunos casos, a deficiencias en su política de presentación de información (Whittington 1993).

Los códigos de buen gobierno pretenden proporcionar mecanismos que garanticen la supervivencia de la empresa a largo plazo y la transparencia en todos los ámbitos de actuación de la empresa. De esta forma se genera "el clima de confianza que requiere la eficiencia de la empresa y el progreso social", como explica en su introducción el Informe Aldama (2003). Todos los códigos de buen gobierno publicados en España persiguen los principios de transparencia, confianza y valor para el accionista. Estos principios están siendo reforzados en la Unión Europea a través de distintas normativas comunitarias que impulsan la transparencia de la información creando nuevas obligaciones para las empresas que desean cotizar en el mercado para que se realice una correcta evaluación por parte de los intermediarios y los inversores y, en definitiva, asegurar una mayor inversión de los inversores.

En definitiva, estos principios pretenden reducir los problemas de agencia y establecer el clima necesario para que se establezca una relación de confianza entre las empresas y los inversores. Para verificar si han cumplido el papel para el que fueron publicados, se va a analizar el resultado obtenido desde su promulgación.

A continuación, se van a analizar los factores analizados por la doctrina para demostrar la influencia de los códigos de buen gobierno en la transparencia, el valor para el accionista y la reducción de los costes de agencia condiciones necesarias para la confianza.

### *2.1. El buen gobierno corporativo como sistema de control de la transparencia*

La calidad de la información financiera proporcionada por la empresa, es fundamental para reducir las asimetrías de información y la discrecionalidad de los directivos. Los factores de buen gobierno corporativo que contribuyen a mejorar la calidad de la información son aquellos que limitan la libre actuación de la dirección, reduciendo las prácticas manipuladoras.

La literatura previa en investigación sobre gobierno corporativo se ha centrado principalmente en estudiar: 1) la composición

óptima del consejo de administración y en particular el papel el papel desempeñado en por los consejeros no ejecutivos que velan por los intereses de los accionistas (Fama 1980; Fama y Jensen 1983); y 2) el papel de las comisiones delegadas de consejo, especialmente la comisión de auditoría (Weale 2000). Como consecuencia de este punto, sin ánimo de ser exhaustivos, ampliaremos el análisis a: 3) el papel del auditor externo.

Finalmente, se ha visto que estos estudios ofrecen la evidencia de que los consejeros externos (no ejecutivos) influyen en las decisiones de negocio tomados por la gerencia (Weisbach 1988). En particular, diversos estudios han documentado el papel constrictor de los consejeros independientes (Beasley 1996; Dechow *et al.* 1996; Peasnell *et al.* 2001) y de los comités de auditoría independientes (Klein 2002; Xie *et al.* 2003) sobre las prácticas contables manipuladoras y fraudulentas y por tanto, como garantes de la calidad de la información. Por lo que brevemente se desarrollará el punto 4) nombramiento de los consejeros independientes.

#### 1) La composición del consejo de administración

El sistema de propiedad de las empresas españolas se caracteriza por una elevada concentración empresarial, lo que permite identificar los tipos de miembros del consejo que, siguiendo las recomendaciones de los códigos de buen gobierno, se dividen en: 1) ejecutivos, que detentan un cargo directivo en la compañía y están involucrados directamente en la gestión de la misma; 2) dominicales, que representan los intereses de los grupos accionariales capaces de influir en el control de las sociedades; y 3) los independientes que no están vinculados ni con el equipo directivo ni con los grupos de control, sino que se les selecciona por su alta capacitación profesional y se encargan de velar por los intereses de los accionistas minoritarios (*free float*). Su pertenencia al consejo de la empresa proporciona a este tipo de consejeros la oportunidad de ejercer un control directo sobre el proceso de elaboración de la información contable que se va a comunicar a los accionistas (O'Sullivan 2000).

Los estudios realizados sobre empresas que manifiestamente han llevado a cabo prácticas manipuladoras de las cifras contables, encuentran que estas compañías no suelen tener un comité de auditoría y concentran en una sola persona las figuras de presidente y primer ejecutivo (Dechow *et al.* 1996; Beasley 1996).

La literatura sugiere que la presencia de miembros no ejecutivos en el consejo constituye un freno a la manipulación de la información. Entre otros trabajos cabe destacar los realizados por Dechow *et al.* (1996) sobre 92 empresas investigadas por la SEC por manipular beneficios; Beasley (1996) sobre 75 empresas que habían cometido fraudes financieros y 75 empresas que no los habían cometido; Peasnell *et al.* (2001) en el Reino Unido, con una muestra de 1.260 observaciones 630 pre-Cadbury y 630 post Cadbury; Klein (2002) sobre una muestra de 692 observaciones empresa-año durante el periodo 1991-1993 y Xie *et al.* (2003) sobre una muestra de 282 observaciones empresa-año durante el periodo 1992-1996.

Al objeto de limitar las prácticas oportunistas y fraudulentas, el consejo de administración se considera el órgano fundamental de gobierno en todos los códigos, así como un mecanismo que debe velar por los intereses de los accionistas ejerciendo una estricta supervisión del equipo directivo (Salas Fumás 2002). Como consecuencia de lo anterior, los códigos de buen gobierno hacen recomendaciones concretas sobre su composición, tamaño y estructura (ver Tabla 1).

**Tabla 1: Recomendaciones de los códigos promulgados en España sobre composición, tamaño y estructura del consejo de administración**

| Código    | Composición  | Tamaño  | Estructura  |
|-----------|--|---|---|
| Olivencia | Rec. 3 mayoría de externos   | Rec. 4 entre 5 y 15 miembros                      | Rec. 8 Que se constituya en Comisiones delegadas de control, compuestas exclusivamente por consejeros externos, en materia de información y control contable (Auditoría); selección de consejeros y altos directivos (Nombramientos); determinación y revisión de la política de retribuciones (Retribuciones); y evaluación del sistema de gobierno (Cumplimiento) |
| Aldama    | Mayoría de externos y dentro de estos de independientes            | Un número razonable que garantice su operatividad | Que el Consejo de Administración constituya en su seno Comisiones especializadas  |
| Unificado | Rec. 10 mayoría de externos y al menos un tercio de independientes | Rec. 9 entre 5 y 15 miembros                      | Rec. 42. Comisión delegada<br>Rec. 44. Que el Consejo de Administración constituya en su seno, además del Comité de auditoría exigido por la Ley del Mercado de Valores, una Comisión, o dos comisiones separadas, de Nombramientos y Retribuciones   |

Fuente: Elaboración propia.

En España, de forma consistente con el modelo americano, los resultados obtenidos en las investigaciones empíricas (García Osma y

Gill de Albornoz 2005; García *et al.* 2005) demuestran que la presencia de consejeros dominicales en el consejo constriñe las prácticas manipuladoras. Como señalan Shleifer y Vishny (1986), estos inversores asumen el papel de los propietarios tradicionales de la empresa y ejercen un control más directo sobre la gerencia reduciendo el problema de agencia.

Sin embargo, en contra de lo que se ha observado previamente en el contexto anglosajón, que sirvió de base para establecer las recomendaciones del Informe Aldama y del Código Olivencia, los resultados de los análisis empíricos realizados en el contexto español no confirman el papel constrictor de los consultores independientes (García Osma y Gill de Albornoz 2005; García *et al.* 2005), corroborándose así las reservas manifestadas por inversores y expertos sobre la figura del consejero independiente en las empresas españolas, que ha llevado a reforzar las incompatibilidades, requisitos de cualificación e independencia de esta figura en el Código Unificado.

## 2) El comité de auditoria

Los diversos códigos muestran la importancia que las comisiones delegadas tienen como órganos de supervisión del consejo. Aunque no hay unanimidad a la hora de decidir cuales deberían ser, en la ley española es obligatoria la existencia del comité de auditoria y, muy recomendable, la del comité de nombramientos y retribuciones por separado y otros comités especializados según necesidad.

La evidencia empírica muestra que el comité de auditoria contribuye a la reducción de las prácticas manipuladoras y por tanto, a la transparencia cuanto mayor es el porcentaje de miembros no ejecutivos que lo componen (Defond y Jialbalvo 1991; Klein 2002; Xie *et al.* 2003). Igualmente, algunos autores afirman que una reducción de la independencia de la comisión de auditoria desemboca en más frecuentes salvedades en el informe de auditoria, más frecuentes actuaciones de las autoridades del mercado a este respecto (Dechow *et al.* 1996) y mayor gestión de beneficios (Klein 2002; Bradbury *et al.* 2002). Si bien, no hay unanimidad entre la doctrina al respecto y algunos autores dudan de que la comisión de auditoria desempeñe adecuadamente la función para la que ha sido nombrada (Spira 1999).

Una de las principales funciones de la comisiones de auditoria es proponer la selección, designación, renovación y remoción del auditor externo.

### 3) El auditor externo

La calidad de la información contable está vinculada a la calidad y prestigio del auditor. Los auditores de mayor calidad limitan las prácticas fraudulentas de información (Kim *et al.* 2003). Los estados financieros auditados por las principales empresas gozan de mayor credibilidad (Ho y Wong 2001). Para identificar la calidad de los auditores se suele utilizar el criterio del tamaño del auditor (Dechow *et al.* 1996; Becker *et al.* 1998; o la dimensión de prestigio del auditor (Francis y Wilson 1988), resultando que las empresas que tienen un auditor que es uno de los cuatro grandes proporcionan una información financiera más exacta.

### 4) El nombramiento de los consejeros independientes

El Código Olivencia destacaba el papel del consejero independiente como "aquel que hace valer en el consejo los intereses del capital flotante". Por tanto su selección es muy importante, y el Código Unificado ha incrementado la información que debe aparecer en la página Web de la sociedad respecto a los consejeros independientes y el proceso de selección debe realizarse por una comisión que se encargue de ello y justifique su propuesta. De otro modo serían nombrados por la gerencia y quedarían supeditados a sus intereses.

Si en línea con lo anterior, estos consejeros constituyen un freno a las prácticas manipuladoras, la proporción de consejeros independientes debería ser superior a la de consejeros ejecutivos (Prowse 1995; Hermalin y Weisbach 2003). El Código Unificado recomienda que las comisiones estén compuestas exclusivamente por consejeros externos, con un mínimo de tres y que sus presidentes sean consejeros independientes. Este punto ha debía ser puesto en práctica por las empresas durante el año 2007, por eso se deberá analizar el papel de los consejeros en este nuevo contexto, a partir de esa fecha.

## 2.2. *El buen gobierno corporativo vigilante del valor para el accionista*

La presumible crisis de gobierno que han sufrido las empresas, puesta de manifiesto en unos pobres resultados para los accionistas, se ha atribuido a un deficiente funcionamiento del consejo de administración, que se configura como el vértice del sistema de valor de las empresas,

puesto que implica la supervisión y validación de las decisiones corporativas (Fama 1980; Zahra y Pearce 1989; Jensen 1993; Salas Fumás 2002).

Los factores que influyen en la aportación de valor del consejo de administración son el tamaño, la estructura y el proceso de funcionamiento (Zahra y Pearce 1989; Maasen 1999).

### 1) Tamaño del Consejo

La literatura empírica sobre consejos de administración hace descansar su eficiencia sobre el tamaño de este órgano de gobierno (Jensen 1993; Yermarck 1996; Eisenberg *et al.* 1998). La dimensión del consejo puede influir en su eficacia supervisora, de tal forma que un tamaño elevado aunque en principio puede ser beneficioso por la cantidad y variedad de opiniones (Pearce y Zahra 1992), también puede suponer un impedimento para la toma de decisiones de forma rápida y eficiente. En un consejo de administración grande podrían aparecer problemas de coordinación e información (Lipton y Lorsch 1992; Jensen 1993). La mayor parte de la evidencia empírica muestran una relación negativa entre tamaño del consejo y los resultados o valor de la empresa (Yermarck 1996; Eisenberg *et al.* 1998; Azofra *et al.* 1999).

Los consejeros independientes al no estar vinculados a la propiedad de la empresa pueden ejercer un mayor control sobre el consejo y por tanto incrementar el valor de la empresa (Chen y Jaggi 2000). En ese sentido la evidencia empírica sugiere que el nombramiento de consejeros independientes incrementa el valor de la empresa (Rosenstein y Wyatt 1990), aunque como hemos dicho en el subapartado anterior, también hay evidencia en contra.

### 2) Estructura del Consejo

Las recomendaciones de los códigos de gobierno estructuran el consejo en diferentes comisiones, cuya función es ayudar a este órgano en sus actividades. Estas comisiones se especializan en tareas específicas como: auditoría, nombramientos, retribuciones y otras (Klein 2002). Más concretamente se estudian variables como el número y tipo de comisiones, número de miembros de las comisiones, el flujo de información entre ellas y la composición de cada comisión (Zahra y Pearce 1989; Maasen 1999). Un número mayor de comisiones indica un incremento de los

aspectos delegados por el consejo (Vafeas 1999), lo que implica mayor necesidad de supervisión y coordinación (Klein 2002).

Entre las variables relacionadas con la estructura del consejo, un aspecto de gran importancia es la dualidad de poder, es decir, el hecho que en una misma persona se encuentre el cargo de presidente del consejo y el de máximo ejecutivo de la empresa. La literatura ha criticado la coincidencia de ambos cargos en una misma persona (Jensen 1993), ya que esta situación da lugar a una concentración de poder que puede llevar a tomar decisiones en beneficio propio, en lugar de aportar valor a los accionistas (Coles *et al.* 2001).

La recomendación, que se encuentra en todos los códigos de buen gobierno promulgados en España, es la de separación o establecimiento de cautelas. Así, el Código Olivencia dice en la recomendación 5:

Que, en el caso de que el Consejo opte por la fórmula de acumulación en el Presidente del cargo de primer ejecutivo de la sociedad, adopte las cautelas necesarias para reducir los riesgos de la concentración de poder en una sola persona

y el Código Unificado en la recomendación 17:

Que, cuando el Presidente del Consejo sea también el primer ejecutivo de la sociedad, se faculte a uno de los consejeros independientes para solicitar la convocatoria del Consejo o la inclusión de nuevos puntos en el orden del día; para coordinar y hacerse eco de las preocupaciones de los consejeros externos; y para dirigir la evaluación por el Consejo de su Presidente.

La Recomendación de la Comisión Europea de 15 de febrero de 2005. 3.2 es que

[...] En casos en los que una empresa prefiera combinar los papeles de presidente y director general o nombrar inmediatamente como presidente del consejo de administración o de supervisión al antiguo director general, este hecho debe ir acompañado de la información sobre cualquier medida de salvaguardia aplicada.

Las investigaciones que se han analizado entre la dualidad directivo-presidente del consejo y el valor de la empresa han dado una relación negativa entre ambas variables (Donaldson y Davis 1991).

### 3) Proceso del Consejo

El proceso del consejo según la doctrina, hace referencia al enfoque que sigue este órgano en la toma de decisiones (Zahra y Pearce 1989; Huse y Eide 1996; Huse 1998). En el proceso del consejo se incluyen variables como la frecuencia y duración de las reuniones, el nivel de consenso para la toma de decisiones, información precisa y la evaluación formal de la actividad del consejo (Smith 1994). Según la evidencia empírica el buen funcionamiento del consejo puede tener un efecto positivo en el valor de la compañía. Igualmente, la frecuencia de las reuniones puede ser considerada una medida de la eficacia del desempeño en la tarea de control y se concluye que, los consejos que se reúnen con más frecuencia consiguen en mayor medida sus obligaciones de acuerdo a los intereses de los accionistas (Conger *et al.* 1998). Aunque un análisis en profundidad de estos aspectos sobrepasa el ámbito de esta investigación pero se tendrán en cuenta para seguir líneas de investigación futuras.

#### *2.3. El buen gobierno corporativo como factor de reducción de los costes de agencia*

La brecha que separa a propietarios y administradores de las compañías se ha hecho más patente en las últimas décadas y los códigos de buen gobierno tratan de salvaguardar los derechos de los accionistas garantizando un comportamiento responsable de los directivos. La relación de agencia surge impregnada de asimetrías de información, que obligan al principal a tomar decisiones basadas en el principio de racionalidad limitada y por tanto, le resulta, a priori, imposible conocer las aptitudes del directivo y supervisar el estricto cumplimiento de las cláusulas concertadas en el contrato. A sabiendas que surgen conflictos entre agente y principal, es necesario realizar una supervisión. Los costes de esta vigilancia se denominan costes de agencia. Pero aunque se sabe que existen, actualmente, no existe un acuerdo sobre una medida omnicompreensiva de dichos costes, por lo que se aconseja para su cálculo combinar varios indicadores, de modo que aunque ninguno de ellos incorpore la totalidad de los costes de agencia, sirvan para evaluar el modo en como operan los mecanismos de control (Ang *et al.* 2000).

La mayor parte de la doctrina ha estudiado los costes de agencia de manera indirecta, pues se ha centrado en los efectos sobre la valoración de la empresa por el mercado, lo que lógicamente esté mediatizado por el coste de agencia (Cho 1998; Chen y Steiner 1999).

### 1) Estructura de capital

La utilización de recursos propios para la financiación de la empresa presenta ventajas para los directivos, pues les proporciona una discrecionalidad y flexibilidad que no proporciona la deuda. Los aportantes de recursos propios no requieren una remuneración tan rígida y sometida a un calendario de pagos estricto como los recursos ajenos (Barclay y Smith 1997). Desde esta perspectiva la utilización de deuda supone un mecanismo de disciplina directiva y debería existir una relación inversa entre el nivel de endeudamiento de la empresa y los costes de agencia, Así ha sido confirmado por los trabajos realizados en España y en el ámbito internacional (Ang *et al.* 2000; Menéndez 2001; Singh y Davidson 2003).

### 2) Propiedad de los directivos

Habitualmente se ha demostrado, que la posesión de propiedad por parte de los directivos hace coincidir sus intereses con de los demás accionistas, lo cual reduce los costes de agencia (Jensen 1993; Short *et al.* 1999; Salas Fumás 2002).

### 3) Política de dividendos

Como ya se ha apuntado, está probada la relación que existe entre el volumen de recursos a disposición discrecional de los directivos y la ineficiencia en el uso de los mismos (Jensen 1986; Lang *et al.* 1995). Por consiguiente un mayor reparto de dividendos limita la discrecionalidad directiva y obliga a una mayor eficiencia reduciendo los costes de agencia (Lang y Litzenberger 1989; Dewenter y Warther 1998).

## 2.4. Conclusiones sobre los códigos de buen gobierno

Como se ha visto en los subapartados precedentes, los códigos de buen gobierno corporativo proporcionan mecanismos para controlar las prácticas manipuladoras, contribuyendo a mejorar la transparencia y calidad de la información financiera proporcionada por la empresa y, en definitiva, velando por los intereses de los accionistas, cuya implicación en tareas de supervisión y control de la gerencia disminuye conforme aumenta el grado de dispersión del capital (García y Gill de Albornoz 2005; García *et al.* 2005).

Ahora bien, los accionistas e inversores no pueden conocer y comprobar estos datos sin un adecuado canal de comunicación. La evidencia empírica coincide en señalar que el mercado valora positivamente la divulgación de información relevante de la empresa, destacando entre los efectos más beneficios de esta política: la reducción del coste de capital, el aumento de la liquidez de los títulos, mayor seguimiento de la empresa por parte de los analistas y mayor precisión en las predicciones que estos realizan sobre ciertas variables financieras (Healy y Palepu 2001).

Debido a esto, en este trabajo a continuación se propone un modelo de gobierno corporativo electrónico mediante el uso de Internet a través del cual las empresas pueden controlar a las empresas de las que son accionistas.

### 3. MODELO DE GOBIERNO CORPORATIVO ELECTRÓNICO

Paulos y Roth (2000), analizan los distintos mecanismos de protección de los partícipes, cubriendo las lagunas de una protección que no es perfecta en un mundo de contratos incompletos. Se distinguen mecanismos *ex ante*, que son conocidos por las partes en el momento de iniciar la relación, y que facilitan e incentivan la realización de inversiones específicas en la firma; mecanismos de salida que permiten con rapidez separarse de la organización empresarial; la supervisión pasiva con recepción de informaciones acerca del desarrollo de la relación pero sin que esto lleve asociado algún medio de intervención y la supervisión activa (*voz*), en la cual la entrega de información va acompañada de capacidad para influir en los procesos de decisión. A estos mecanismos, se les ha incorporado el uso de la tecnología de Internet, en la acepción más adecuada para cada uno de ellos, como se muestra en la Tabla 2.

Siguiendo las recomendaciones del Informe Aldama, las empresas deben disponer de una página Web

través de la cual puedan tanto informar a sus accionistas, como a los inversores y al mercado en general, de los hechos económicos y de todos aquellos de carácter significativo que se produzcan en relación con la sociedad, para facilitar la participación de los accionistas en el ejercicio de su derecho de información.

Para facilitar el acceso a la información, la página Web debe cumplir unos determinados requisitos técnicos y jurídicos y un

requisito de contenidos mínimos (Aitken *et al.* 2001; Alba *et al.* 2003). Así, sin ánimo de ser exhaustivos pasamos a enumerarlos y explicarlos someramente en la Tabla 3.

**Tabla 2: Mecanismos de protección de los accionistas según el uso de la tecnología**

| Tipo de Mecanismo  | Descripción de la Salvaguarda   | Influencia de la Tecnología   |
|--------------------|---|---|
| Ex ante            | Garantías legales y estatutarias sobre la posición de los accionistas                         | Página Web de la empresa, de los reguladores y de los intermediarios financieros  |
| Salida             | Amplitud, profundidad y liquidez de los mercados bursátiles                                   | Página Web de los intermediarios financieros  |
| Supervisión activa | Participación en la Junta de accionistas, códigos de buen gobierno, demandas judiciales, etc. | Página Web de la empresa, oficina virtual del accionista, correo electrónico, formularios Web, Junta virtual y voto electrónico                                   |
| Supervisión pasiva | Información de la compañía  | Página Web de la compañía, formularios Web, correo electrónico, oficina virtual del accionista, página Web de los reguladores y de los intermediarios financieros |

Fuente: Elaboración a partir de la clasificación propuesta por Paulus y Roth (2000) y Rodríguez Fernández (2003).

Como queda patente, un esquema digitalizado de comunicación, presenta indudables ventajas para incrementar y facilitar el flujo informativo hacia los inversores, evitando los efectos nocivos de la divulgación de información selectiva. Además, la evidencia empírica ha constatado la valoración positiva que el mercado realiza para aquellas empresas que aplican las mejores prácticas de buen gobierno, como se ha analizado en el apartado anterior. En consecuencia, comunicar rápida, ordenada y verazmente la asunción de prácticas de buen gobierno corporativo y los hechos relevantes de la compañía, mejora la imagen y aportaría credibilidad a las decisiones que toman las sociedades.

Ni que decir tiene que la consecución de las ventajas descritas, está sometida a diversas restricciones. Entre ellas resultan evidentes las de tipo técnico (Steinfeld *et al.* 2002): infraestructura informática, contratación de servicios Web, seguridad e integridad del sistema; las de índole legal: poco reconocimiento explícito en la legislación societaria y bursátil, efectos sobre la responsabilidad de los administradores, consecuencias jurídicas a nivel transnacional y, especialmente, las de tipo estratégico: compromiso real con la transparencia al margen de acontecimientos o situaciones puntualmente favorables o desfavorables.

**Tabla 3: Requisitos de información de las empresas cotizadas**

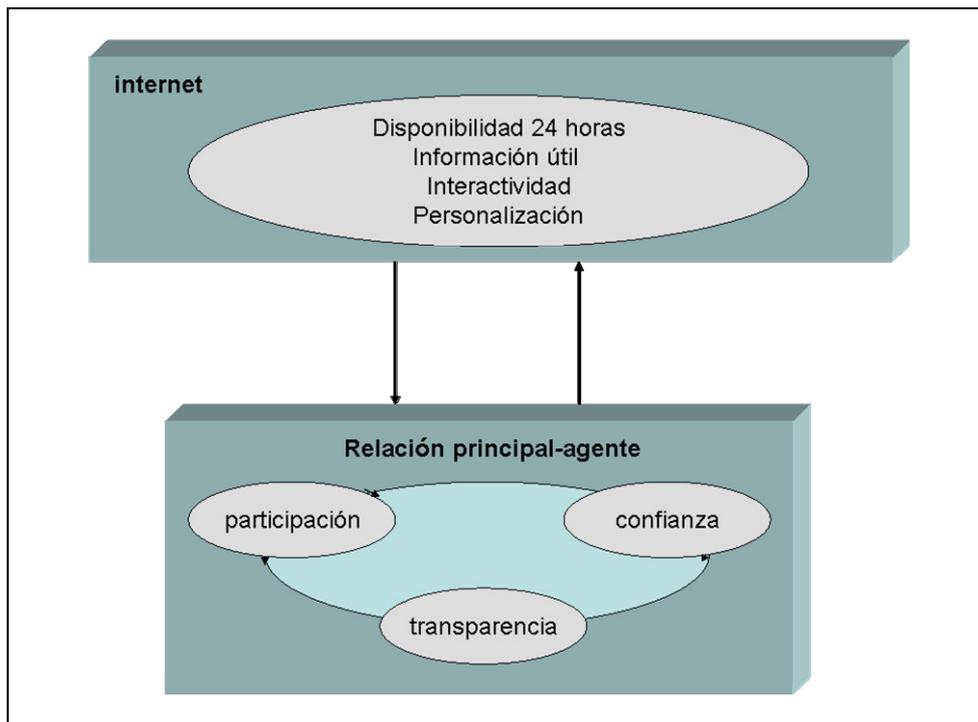
| Requisitos técnicos   | Requisitos de contenidos   |
|---|--|
| <p>1. Página Web con nombre de dominio registrado. No se exige ni que lleve el sufijo .es, ni que coincida o haga referencia a la denominación social. La utilización de cualquier nombre para la página Web no facilita al accionista o inversor su búsqueda rápida.</p> <p>2. Acceso rápido y directo a contenidos, por medio de un vínculo directo desde la página inicial de la empresa con la denominación "información para accionistas e inversores". La visualización no debe requerir más de tres pulsaciones de ratón desde la página principal. Los contenidos deben estar estructurados y jerarquizados, puestos de forma lógica y deben aparecer en el mapa Web de la sociedad. De aquí se deduce que la página debe contener un mapa Web de forma obligatoria.</p> <p>3. Acceso gratuito. Lo que significa que la empresa no cobre dinero por el acceso a los contenidos, no que la conexión a Internet sea gratuita. Lo que debe ser obligatoriamente gratuito es el acceso a los contenidos.</p> <p>4. Acceso libre. El acceso debe ser libre, es decir, sin necesidad de introducir una clave y contraseña.</p> <p>5. Comprensibilidad de la información. Todas las páginas deben estar redactadas al menos en castellano, con un lenguaje sencillo adaptado al inversor medio. Los títulos deben ser claros, entendibles y sin acrónimos.</p> <p>6. Todas las páginas se deben poder imprimir.</p> <p>7. La información se puede presentar de forma directa o mediante enlaces a las bases de datos que contengan la información. Siempre respetando lo anteriormente mencionado.</p> | <p>a) Información general sobre la sociedad que comprende:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Los estatutos sociales</li> <li>- Capital social y acciones actuales con sus clases, cuadro de evolución, mercados en los que cotiza, calendario de abono de dividendos, emisiones y OPVs</li> <li>- Datos de participaciones significativas y autocartera</li> <li>- OPAs</li> <li>- Hechos relevantes, el texto íntegro comunicado a la CNMV</li> <li>- Agenda del inversor con las fechas más relevantes para el accionista respecto a la sociedad</li> <li>- Las direcciones físicas y electrónicas o números de teléfono a disposición del accionista para comunicarse con la sociedad</li> </ul> <p>b) Información Económico-financiera:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría, del último ejercicio cerrado y de los dos precedentes</li> <li>- La información pública periódica que la empresa debe remitir a la CNMV</li> <li>- La calificación otorgada por entidades de rating</li> </ul> <p>c) Gobierno Corporativo:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Junta General: texto íntegro de su reglamento. Convocatoria. Orden del día y propuestas del consejo. Cauces para solicitar la información, delegar el voto o votar a distancia. Información sobre las Juntas celebradas en el ejercicio en curso y el precedente</li> <li>- Consejo de Administración: composición del consejo y sus comisiones, los vínculos existentes de cada uno de sus miembros con los accionistas. Asimismo debe publicarse el Reglamento del Consejo y el Reglamento interno de conducta</li> <li>- Texto íntegro de los pactos parasociales</li> <li>- Texto del informe anual de gobierno corporativo</li> </ul> |

Fuente: Elaboración propia a partir de Muñoz Paredes (2004).

En definitiva, el gobierno corporativo electrónico debe entenderse como la integración de la tecnología de Internet, en el proceso decisorio propio de los órganos de gobierno de la empresa. Y todo ello con el fin de facilitar la aplicación de prácticas de buen gobierno que contribuyan a incrementar la transparencia informativa de la sociedad,

generando con ello valor añadido para la compañía y mejorando la comunicación, participación y confianza con los terceros interesados (ver Figura 1).

**Figura 1: Marco de relación principal-agente a través de Internet**



Fuente: Alonso Almeida (2007).

El desarrollo del gobierno corporativo electrónico, puede ser una buena oportunidad para que los consejos de administración abran una vía de diálogo en la página Web de la empresa, aprovechando algún hecho que desee comunicar. Así debería haber un canal directo de comunicación bajo la denominación "el consejo informa", por el cual pudieran los accionistas comunicar con el consejo de administración y exponerles sus propuestas y dudas y el consejo respondiera a ellas y explicara que está haciendo la empresa para lograr sus objetivos. Para conseguir que los accionistas se sientan confiados y seguros con la relación que mantienen con la empresa, deben poder predecir que va ocurrir en el futuro (Dye 1990).

La evidencia empírica a este respecto realizada sobre el mercado español) muestra que las empresas cumplen con la Ley de Transparencia, sólo que no todas las empresas la proporcionan directamente a través de la Web, si no a través de otros documentos como el informe anual o el informe de gobierno corporativo. En cuanto a los mecanismos de participación electrónica para ejercer los derechos sociales en la Junta de Accionistas todavía se encuentran en un estado incipiente y son utilizadas principalmente por las empresas de mayor capitalización (Alonso Almeida 2007).

#### 4. CONCLUSIONES

La investigación más reciente sobre las prácticas recomendados por los códigos de buen gobierno, ratifican que se consigue más transparencia, más valor para el accionista y reducción de los costes de agencia, como se ha visto en este análisis.

Además, los códigos de buen gobierno ofrecen prácticas y principios básicos de conducta que garantizan y fortalecen la relación entre las empresas y los inversores y facilitan el diálogo a través de canales de comunicación universales como Internet. Esto configura el inicio de lo que se denomina el gobierno corporativo electrónico Un nuevo gobierno que utiliza la tecnología de Internet para la comunicación y para el ejercicio de los derechos sociales de los accionistas.

En la actualidad la Ley de Transparencia ha sido el primer paso del gobierno corporativo electrónico. En el año 2007 se publicó el Real Decreto 1362/2007 relativo a los requisitos de transparencia respecto a la información sobre emisiones cuyos valores estén sometidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea, que ha supuesto un nuevo avance. La legislación sobre firma electrónica supuso un paso adelante en la posibilidad de que las empresas incorporaran herramientas de participación social. En definitiva, se puede decir que el derecho avanza, aunque de forma lenta, en aras a conseguir desarrollar un modelo de gobierno corporativo electrónico que pueda servir a los accionistas de herramienta de control sobre las empresas.

La evidencia empírica pone de manifiesto que, sin duda, las empresas cotizadas están desarrollando un modelo de gobierno electrónico. Ahora bien, también se observa que no todas las empresas están actuando

de la misma manera, y por tanto, el desarrollo de cada empresa es distinto, siendo en la mayoría de los casos cercano a las exigencias legales, lo cual ralentiza la inclusión de los accionistas en la vida social de la empresa.

En conclusión, es necesario que las empresas cotizadas incorporen como un objetivo estratégico prioritario el desarrollo de un gobierno corporativo electrónico avanzado que les permita garantizar transparencia, valor para el accionista y reducción de los costes de agencia, así como la incorporación de los accionistas a la toma de decisiones de la empresa.

## BIBLIOGRAFÍA

- AITKEN, M.; C. HOOPER and J. PICKERING (1997) "Determinants of Voluntary Disclosure of Segment Information: A Re-examination of the Role of Diversification Strategy", *Accounting & Finance*, 37 (1), pp. 89-109.
- ALBA, C.; A. ZUBILLAGA y N. RUIZ (2003) "Educación Superior y discapacidad: Accesibilidad de las páginas Web de las universidades estatales", *Comunicación y Pedagogía*, 188, pp. 25-30.
- ALONSO ALMEIDA, M.M. (2007) *El gobierno corporativo electrónico. Análisis desde el enfoque de confianza*. Madrid: Editorial Visión Libros.
- ANG, J.S.; R.A. COLE and J. WUH LIN (2000) "Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Finance*, 55 (1), pp. 81-106.
- AZOFRA, V.; P. de ANDRÉS, F. LÓPEZ y J.M. RODRÍGUEZ (1998) "The Effects of Alternative Financial System Models on Corporate Governance". J. FALZON and E. GARDENER (eds.) *Strategic challenges in European banking*. Paris: MacMillan.
- BABÍO ARCAÏ, R. and M.F. MUÍÑO VÁZQUEZ (2000) "Compliance with the Olivencia Code: Changes Observed in Spanish Companies Disclosure Policy". Comunicación presentada al 23 Congreso Anual de la EAA, Munich. Alemania.
- BARCLAY, D.W. and J.B. SMITH (1997) "The Effects of Organizational Differences and Trust on the Effectiveness of Selling Partner Relationships", *Journal of Marketing*, 61 (1), pp. 3-22.
- BEASLEY, M.S. (1996) "An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Directors Composition and Financial Statement Fraud", *The Accounting Review*, 71 (4), pp. 443-465.

- BECKER, C.L.; M.L. DEFONT, J. JIAMBALVO and K.R. SUBRAMANYAM (1998) "The Effect of Audit Quality on Earnings Management", *Contemporary Accounting Research*, 15, pp. 1-24.
- BETCHT, M. (2000) "Strong Blockholders, Weak Owners and the need for European Mandatory Disclosure". En European Corporate Governance Network. The separation of Ownership and Control: A Survey of seven European Countries. Preliminary Report to the European Commission. Bruselas.
- BRADBURY, M.E.; Y.T. MAK and S.M. TAN (2002) "Board Characteristics, Audit Committee Characteristics and Abnormal Accruals", *Journal of Accounting and Economics*, 33 (3), pp. 375-400. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=535764>.
- CHEN, C.J.P. and B. JAGGI (2000) "Association Between Independent non-executive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong Kong", *Journal of Accounting and Public Policy*, 19, pp. 285-310.
- CHEN, C.R. and T.L. STEINER (1999) "Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy and Dividend Policy", *Financial Review*, 34, pp. 119-136.
- CHO, M.H. (1998) "Ownership Structure, Investment and the Corporate Value: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 47, pp. 103-121.
- COLES, J.W.; V.B. MCWILLIAMS and N. SEN (2001) "An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance", *Journal of Management*, 27, pp. 23-50.
- COMITÉ ALDAMA (2003) Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas. Consejo de Ministros. Madrid. Disponible en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).
- COMITÉ CONTHE (2006) Informe del grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas. Consejo de Ministros. Madrid. Disponible en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).
- COMITÉ OLIVENCIA (1998) Informe del Comité Olivencia sobre el Gobierno de las Sociedades. Consejo de Ministros. Madrid. Disponible en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).
- CONGER, J.; D. FINEGOLD and E. LAWLER (1998) "Appraising Boardroom Performance", *Harvard Business Review*, 74, pp. 136-148.
- DECHOW, P.M.; R.G. SLOAN and A.P. SWEENEY (1996) "Causes and Consequences of Earnings Manipulations: An Analysis of Firms Subject

- to Enforcement Actions by the SEC", *Contemporary Accounting Research*, 13, pp. 1-13.
- DEFOND, M.L. and J. JIALBALVO (1991) "Incidence and Circumstances of Accounting Errors", *The Accounting Review*, 13 (3), pp. 643-655.
- DEWENTER, K.L. and V.A. WARTHER (1998) "Dividends, Asymmetric Information and Agency Conflicts. Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of JAPANESE and U. S. Firms", *Journal of Finance*, 53 (3), pp. 879-904.
- DONALDSON, L. and J.H. DAVIS (1991) "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Return", *Australian Journal of Management*, 16, pp. 49-64.
- DYE, R.A. (1990) "Mandatory Versus Voluntary Disclosures: The Cases of Finance", *Accounting Review*, 65, pp. 1-24.
- EISENBERG, T.; S. SUNDRGREEN and M.T. WELLS (1998) "Larger Board Size and Decreasing Firm Value and Small Firms", *Journal of Financial Economics*, 48, pp. 35-54.
- FAMA, E.F. (1980) "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, 88 (2), pp. 288-307.
- and M.C. JENSEN (1983) "Separation of Ownership and Control", *The Journal of Law and Economics*, 25, pp. 301-326.
- FRANCIS, J.R. and E.R. WILSON (1988) "Auditor Changes: A Joint Test of Theories Relating to Agency Costs and Auditor Differentiation", *Accounting Review*, 63, pp. 663-682.
- GARCÍA OSMA, B. y B. GILL DE ALBORNOZ (2005) "El gobierno corporativo y las prácticas de earnings management: Evidencia empírica en España", *Instituto Valenciano de Economía y Hacienda*, 7, pp. 25-48.
- GARCÍA SOTO, M.G.; J.M. GARCÍA FALCÓN y F.R. ÁLAMO VERA (2005) "El gobierno corporativo, la estrategia de diversificación y los resultados: evidencia en las cajas de ahorro españolas", *Revista de Contabilidad y Tributación*, 266, pp.161-212.
- HEALY, P.M. and K.G. PALEPU (2001) "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature", *Journal of Accounting & Economics*, 31 (1-3), 405.
- HERMALIN, B.E. and M.S. WEISBACH (2003) "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature", *Economic Policy Review*, 9 (1), pp. 7-26.
- HO, S.S.M. and K.S. WONG (2001) "A Study of the Relationship Between Corporate Governance Structures and the Extent of Voluntary Disclosure",

- Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10, pp. 139-156.
- HOOGENDOORN, M. (2000) "A Financial Statement Model Based on Shareholder Value, a Theoretical Approach and the Views of the IASC", Paper presentado en el *23rd annual Congress of EAA*, Munich.
- HUSE, M. (1998) "Researching the Dynamics of Board-stakeholder Relations", *Long Range Planning*, 31, pp. 218-226.
- and E. EIDE (1996) "Stakeholder Management and the Avoidance of Corporate Control", *Business and Society*, 35, pp. 323-329.
- JENSEN, M.C. (1986) "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329.
- (1993) "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, 48, pp. 831-880.
- KEASEY, K. and M. WRIGHT (1993) "Issues in Corporate Accountability and Governance: An Editorial", *Accounting and Business Research*, 23 (91 A), pp. 291-303.
- KIM, J.B.; R. CHUNG and M. FIRTH (2003) "Auditor Conservatism, Asymmetric Monitoring and Discretionary Accrual Choices", *Contemporary Accounting Research*, 20, pp. 323-359.
- KLEIN, A. (2002) "Audit Committee, Board of Director Characteristics and Earnings Management", *Journal of Accounting and Economics*, 33 (3), pp. 375-400.
- LANG, L. and R. LITZENBERGER (1989) "Dividend Announcements: Cash-flow Signalling vs. Cash-flow Hypotheses", *Journal of Financial Economics*, 24 (1), pp. 181-191.
- ; A. POULSEN and R. STULZ (1995) "Asset Sales, Firm Performance and the Agency Cost of Managerial Discretion", *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 1077-1086.
- LIPTON, M. and J. LORSCH (1992) "A Model Proposal for Improved Corporate Governance", *Business Lawyer*, vol. 48, pp. 59-77.
- MAASEN, G.F. (1999) *An International Comparison of Corporate Governance Models*. Amsterdam: Spencer Stuart.
- MENÉNDEZ REQUEJO, S. (2001) "Estructura de capital de la empresa española ante problemas de riesgo moral y selección adversa", *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresa*, 10, pp. 485-498.

- MUÑOZ PAREDES, J.M. (2004) *Nuevas tecnologías en el funcionamiento de las Juntas generales y de los consejos de administración*. Madrid: Editorial Civitas.
- O'SULLIVAN, N. (2000) "The Impact of Board Composition and Ownership on Audit. Quality: Evidence from Large UK Companies", *British Accounting Review*, 32, pp. 397-414.
- PAULUS, O. and F. ROTH (2000) "Une grille pour une comparaison internationale des gouvernements d'entreprise: application au cas de la France et de l'Allemagne sous l'angle de la confiance", *XV Journées nationales des IAE*. Bayona-Biarritz.
- PEARCE, J.A. and S.A. ZAHRA (1992) "Board Compensation from a Strategic Contingency Perspective", *Journal of Management Studies*, 29, pp. 411-438.
- PEASNELL, K.; P. POPE and S. YOUNG (2001) "The Characteristics of Firms Subject to Adverse Rulings by the Financial Reporting Review Panel", *Accounting and Business Research*, 31 (4), pp. 291-311.
- PROWSE, S. (1995) "Corporate Governance in a International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms Among Large Firms in the U.S., U.K., Japan y Germany", *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 4, pp. 1-63.
- RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, J.M. (2003) *El gobierno de la empresa: un enfoque alternativo*. Madrid: Ediciones Akal.
- ROSENSTEIN, S. and J.G. WYATT (1990) "Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 26, pp. 175-191.
- SALAS FUMÁS, V. (2002) "El gobierno de la empresa", *Colección de Estudios Económicos de la Caixa*, núm. 29, Barcelona.
- SAUDARAN, S. (2001) *International Accounting: A User Perspective*. South-Western, London: Thomson Learning.
- SHLEIFER, A. and R.W. VISNHY (1986) "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 94 (3), pp. 458-461.
- SHORT, H.; K. KEASEY, M. WRIGHT and A. HULL (1999) "Corporate Governance: From Accountability to Enterprise", *Accounting and Business Research*, 29 (4), pp. 337-352.
- SMITH, A. (1994) "Competencia imperfecta y comercio internacional", *Información Comercial Española*, 755, pp. 33-46.
- SINGH, H. and W.N. DAVIDSON (2003) "Agency Cost, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms", *Journal of Banking & Finance*, 27, pp. 793-816.

- SPIRA, L.F. (1999) "Ceremonies of Governance: Perspectives on the Role of the Audit Committee", *Journal of Management and Governance*, 3, pp. 231-260.
- STEINFELD, C.; H. BOUWMAN and T. ADELAAR (2002) "The Dynamics of Click-and-mortar Electronic Commerce: Opportunities and Management Strategies", *International Journal of Electronic Commerce*, 7, 1, pp. 93-119.
- VAFEAS, N. (1999) "Board Meeting Frequency and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, 53, pp. 113-142.
- WEALE, A. (2000) "Government by Committee. Three Principles of Evaluation". T. CHRISTIANSEN and E. KIRCHNER (eds.) *Committee Governance in the European Union*. Manchester University Press.
- WEISBACH, M.S. (1988) "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 431-460.
- WHITTINGTON, G. (1993) "Corporate Governance and the Regulation of Financial Reporting", *Accounting and Business Research*, 23 (91), pp. 311-319.
- XIE, B.; W.N. DAVIDSON III and D.J. DADALT (2003) "Earnings Management and Corporate Governance: The Roles of the Board and Audit Committee", *Journal of Corporate Finance*, 9 (3), pp. 295-316.
- YERMARCK, D. (1996) "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 185-213.
- ZAHRA, S.A. and J.A. PEARCE (1989) "Board of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrate Model", *Journal of Management*, 15 (2), pp. 291-334.