

# **INDEPENDENCIA Y ETICA EN DIFERENTES ENTORNOS INSTITUCIONALES**

## **Resumen**

El objetivo de este estudio se centra en comparar en diferentes entornos legales cómo los consejos de administración mejoran el comportamiento ético a través del diseño de códigos que incluyen temas como la responsabilidad de la compañía en relación a la calidad de los productos y servicios, cumplimiento de leyes y regulaciones, conflictos de interés, corrupción y fraude, protección del medioambiente, etc. A partir de una muestra de empresas procedentes de 12 países, se obtiene evidencia de que una mayor presencia de consejeros independientes en el consejo se asocia con la existencia de códigos éticos más complejos. También se detectan diferencias significativas en la efectividad de los consejeros independientes a la hora de limitar las conductas no éticas de los directivos entre países que presentan una mayor o menor protección al inversor.

**PALABRAS CLAVE: Códigos Éticos; Ética Empresarial; Independencia del Consejo; Consejo de Administración; Gobierno Corporativo**

**JEL CODES: M14, M48**

## **1. INTRODUCCION Y MARCO TEÓRICO**

Los escándalos empresariales de Enron, WorldCom, etc. han acentuado las preocupaciones sobre el comportamiento ético de las empresas, haciendo surgir la pregunta “Where were the directors?” (Nofsinger y Kim, 2003), y una tendencia a observar con sumo detalle la actuación de los directivos y consejeros. De acuerdo con Schwartz et al. (2005), estos fracasos no proceden exclusivamente de la realización de actividades inadecuadas por parte de la alta dirección, sino también del hecho de que los consejos de administración, responsables de supervisar a la alta dirección, parecen haber fracasado en sus responsabilidades, dado que los consejeros toman las últimas decisiones en lo que respecta a la selección, mantenimiento y disciplina de los ejecutivos. Estas afirmaciones son especialmente relevantes en el caso de los consejeros independientes, debido a que su presencia debe conllevar una mayor efectividad del proceso de monitorización que permita limitar la discrecionalidad directiva.

Las compañías tiene muchas razones para rechazar comportamientos no éticos debido a que, en caso de ser descubiertos, deben asumir altos costes directos, tales como multas y penas de prisión, así como un deterioro en la reputación de la empresa, su rentabilidad y su capacidad de supervivencia (Fan et al., 2008).

Con el fin de prevenir estas consecuencias negativas, muchas empresas han respondido con la elaboración e implantación de códigos éticos, uno de los instrumentos más utilizados para diseñar e institucionalizar un esquema de comportamiento ético, con un amplio uso a nivel global (Singh, 2011). Pueden constituir un documento de relevancia para reflejar el deseo de proyectar un sentido de responsabilidad, crear un clima ético positivo y responder y anticiparse a las demandas y presiones externas procedentes de los accionistas y del entorno de la organización (Wotruba et al., 2001). Su existencia puede tener efectos positivos, disminuyendo la aceptabilidad de conductas no

éticas que presentan implicaciones no sólo para quien las comete, sino también para el gobierno (preocupaciones legales y medioambientales), otros empleados (cuestiones de equidad), competidores (ventajas competitivas no apropiadas) y accionistas (consideraciones de beneficios) (McKinney et al., 2010).

La existencia de este documento puede suponer un impacto positivo sobre la reputación corporativa y la confianza de los inversores (Van de Ven y Ferry, 1980; Barber, 1983). El interés de los consejeros independientes en implantar estos documentos es doblemente importante como consecuencia del impacto que las prácticas empresariales no-éticas pueden tener en su reputación profesional y, por ende, en la posibilidad de ocupar puestos similares en otras compañías. Srinivasan (2005) y Fich y Shivdasani (2007) observaron que los consejeros independientes de empresas que manipulan resultados o han sido asociadas con casos de fraude financiero tienen menos cargos en otros consejos en el futuro.

No obstante, la presión que estos consejeros pueden ejercer en la implantación de códigos éticos puede diferir en función del nivel de protección al inversor, considerado uno de los factores más importantes a la hora de explicar el nivel de comportamiento oportunista (Benos y Weisbach, 2004). Sobre estos argumentos, contrastamos la hipótesis de que los consejeros que operan en países con menor protección tendrán más dificultades para adoptar estos compromisos éticos debido a la pérdida de los beneficios privados derivados del control por parte de los agentes internos (Dyck y Zingales, 2004; Nenova, 2003). En este sentido, menores oportunidades para manipular resultados o llevar a cabo otras acciones no éticas podrían afectar negativamente a la compensación de los directivos a través de bonus u otras vías.

## **2. EL PAPEL ÉTICO DE LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES**

Una de las características más relevantes de la eficacia del consejo de administración en el proceso de monitorización de los directivos y la implantación de compromisos éticos es su nivel de independencia (Rodríguez-Domínguez et al., 2009). Los consejeros independientes son los miembros más interesados en demostrar el cumplimiento de la normativa y el comportamiento ético de la empresa (Ibrahim y Angelidis, 1995), consecuencia de su mayor objetividad e independencia en el análisis de la gestión (Prado-Lorenzo y García-Sánchez, 2010) y en el impacto que esta actuación puede tener en su prestigio personal (Frías-Aceituno et al., 2012). Homstrom (1999) evidencia que las preocupaciones por la reputación pueden crear incentivos para que los consejeros eviten acciones de riesgo que podrían tener consecuencias negativas para su futuro como directores externos debido a que la pérdida de reputación como consejero externo complica ocupar otro sillón en otro consejo e, inclusive, conservar el que ya tiene (Fahlenbrach et al. 2010). Empíricamente, se ha comprobado que controlan mejor posibles comportamientos no éticos y el fraude (Beasley, 1996).

De acuerdo con los argumentos teóricos y empíricos previos, se enuncia la primera hipótesis de trabajo:

Hipótesis 1: La proporción de consejeros independientes influye positivamente en la existencia y nivel de alcance de los códigos éticos.

Por otra parte, el escenario del gobierno corporativo internacional no puede ser entendido sin tener en cuenta el entorno institucional propuesto por La Porta et al. (1997, 1998 y 2000), quienes plantearon una nueva perspectiva basada en la idea de que las leyes protectoras de los derechos de los inversores y el grado de cumplimiento efectivo de las mismas son los condicionantes principales del modo en que se

desarrolla el gobierno de las empresas y los mecanismos que pueden utilizarse dentro del mismo en cada país.

La protección del inversor puede definirse como el grado en el cual las leyes mercantiles y su aplicación protegen a los inversores de la expropiación que pueden llevar a cabo los agentes internos de las compañías (*insiders*). Así, una mayor protección legal del inversor condicionará el comportamiento directivo, limitando comportamientos oportunistas generadores de beneficios privados de control que permitirían a los *insiders* satisfacer sus funciones de utilidad (Hart, 1995; Leuz et al., 2003; Djankov *et al.*, 2005).

Teóricamente, Doidge et al. (2001) proporcionan un marco de análisis donde establecen una vinculación complementaria o sustitutiva entre los mecanismos internos de gobierno corporativo y los niveles de protección al inversor. La relación complementaria supone que ambos mecanismos se refuerzan recíprocamente. Los argumentos sustitutivos sugieren que las empresas que operan en países con leyes más débiles buscarían la adopción de un mejor gobierno a nivel de empresa para contrarrestar la debilidad en las leyes o en su aplicación, y señalar sus intenciones de ofrecer los mayores derechos al inversor. Ello vendría a sugerir una relación negativa entre la fortaleza del gobierno a nivel de empresa y las leyes a nivel de país.

Desde un punto de vista empírico, la literatura previa ha encontrado que las diferencias entre los países afectan a la política de pago de dividendos, rendimiento operativo, disponibilidad y coste de financiación externa, y valoraciones del mercado (ej. Berkowitz et al., 2002; Gul et al., 2002; Beck et al., 2003; Gompers et al., 2002), así como en la calidad de la información financiera (Ball et al., 2000; Brown y Higgings, 2001; Leutz et al., 2002; Shen y Chih, 2005; Boonlert-U-Tha et al., 2006), sugiriendo que, en países con leyes más débiles, el grado de flexibilidad de las

empresas para afectar a su propio gobierno es probablemente menor, lo cual implicaría un efecto complementario.

Asimismo, los directivos de compañías localizadas en países con menor protección al inversor tendrán más capacidad para obtener beneficios privados de control (Nenova, 2003; Dyck y Zingales, 2004), mostrando una oposición más fuerte hacia aquellos mecanismos que limitan los comportamientos oportunistas (Renders y Gaeremynck, 2007). En algunos casos las actuaciones no éticas permiten a los gerentes incrementar el rendimiento de la empresa y, en consecuencia, obtendrían mayores remuneraciones a través de bonus u otros sistemas de compensación. Por tanto, los consejeros independientes de las empresas en países con entornos legales más débiles en conjunto puede que no tengan mucha flexibilidad para mejorar la propia protección del inversor y consecuentemente pueden tener menor capacidad para implementar un código ético. En esta línea, se propone la siguiente hipótesis de investigación:

Hipótesis 2: La influencia de la proporción de consejeros independientes sobre la existencia y nivel de alcance de los códigos éticos será más significativa en aquellos países con fuerte protección al inversor.

### **3. METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN**

#### **3.1. Población y muestra**

Como población objeto de estudio, se seleccionaron las empresas cotizadas europeas, norteamericanas y canadienses cuyo datos económico-financieros se encuentran disponibles en Compustat y los relativos a gobierno corporativo y códigos éticos en EIRIS. La fusión de ambas bases de datos proporcionó una muestra de 5.380 observaciones para 760 compañías pertenecientes a 12 países para el periodo de análisis

2003 a 2009. La muestra de datos de panel es no-equilibrada al no observarse la totalidad de empresas para los ejercicios considerados.

Como puede observarse en la Tabla 1, existe un sesgo en la distribución muestral derivado del peso del número de empresas de Estados Unidos y del Reino Unido. Desde el punto de vista temporal, el año 2008 es el que muestran una mayor frecuencia de observaciones.

INSERTAR TABLA 1

#### **4.2. Variable dependiente**

Con el fin de representar la existencia de un código ético y su nivel de alcance se han definido dos variables dependientes, CE y CEalcance. La primera de estas variables es una dummy que toma el valor 1 si la empresa ha elaborado e implantado un código ético y 0 en caso contrario. La variable CEalcance es una variable ordinal que toma valores entre 0 y 4 identificando el nivel de alcance o comprensión del código ético. El valor 1 representa una comprensión limitada; el valor 2, básica; el valor 3, intermedia y el valor 4, avanzada. El valor 0 se destina nuevamente para aquellas empresas que no tienen un compromiso ético. Toda la información relativa a los códigos éticos y su nivel de comprensión ha sido obtenida de la base de datos EIRIS, la cual refleja temas como la responsabilidad de la compañía en la calidad de los productos y servicios; adhesión y cumplimiento a leyes y regulaciones; conflictos de interés, corrupción y fraude; protección del medioambiente, etc.

Como puede observarse en la Tabla 2, el 96,7% de las compañías tiene implementado un código ético. Respecto a su alcance, un 12,7% tiene un alcance entre limitado y básico, un 27,6%, intermedio y un 56,4% avanzado.

INSERTAR TABLA 2

### 3.3. Variables independientes y de control

Como variable independiente se ha definido %INDEP que representa el porcentaje de consejeros independientes que forman parte del consejo de administración de cada empresa.

La protección al inversor se mide generalmente por indicadores que cuantifican las protecciones explícitas reconocidas a los accionistas y acreedores por fraude o insolvencia, así como la calidad en la aplicación legal. Para hacer operativa la protección al inversor, de acuerdo con Hillier et al. (2011), creamos tres subíndices que proceden de los índices de gobierno a nivel de país diseñados por La Porta et al. (1997, 1998): (1) DCL, que toma el valor de 1 si la empresa está localizada en un país *common-law* y el valor 0 si se ubica en un país *civil-law*; (2) DAR, que toma el valor 1 si la empresa se localiza en un países con derechos restrictivos hacia los consejeros mayores que la mediana de la muestra, y 0 en caso contrario; y (3) DEF, que toma el valor 1 si la empresa está localizada en un país con un índice de aplicación de la Ley superar a la mediana, y 0 en otro caso; este último se forma por la suma de dos índices de La Porta et al. (1998) en relación a la aplicación de la Ley: eficiencia del sistema judicial, y ley y orden. Finalmente, tomamos como proxy de la protección efectiva al inversor la suma de las tres variables dummy –DCL, DAR Y DEF- y construimos una nueva variable dummy, *DINV\_PROTEC*, que será equivalente a 1 si la empresa se ubica en una país con protección al inversor superior a la media, y 0 en caso contrario.

De forma adicional, con el fin de comprobar el papel de los consejeros independientes en cada sistema de protección al inversor, se ha procedido a interaccionar el porcentaje de consejeros independientes con la dummy de protección al inversor. Esta variable interaccionada corresponde a  $\%INDEP * DINV\_PROTEC$  e



identifica el porcentaje de consejeros independientes en países con una protección al inversor superior a la media.

Con el fin de evitar resultados sesgados, se han considerado un conjunto de variables de control cuyo efecto ha sido evidenciado en trabajos previos: actividad, tamaño y diversidad del consejo de administración; tamaño, endeudamiento y oportunidades de crecimiento de la compañía.

La variable numérica TAMCONS recoge el número total de consejeros. En general, los consejos de administración de gran tamaño presentan problemas de agencia más graves y mayores demandas de códigos éticos (García-Sánchez et al., 2008). La variable TAMCONS2 es el cuadrado de la anterior, y es considerada debido a que autores como Diwedi y Jain (2005) incorporan el cuadrado del número de consejeros para comprobar una posible relación no lineal. Esto quiere decir que el comportamiento general del consejo puede verse modificado cuando sobrepasa un número determinado de consejeros.

La variable numérica ACTCONS mide el número de reuniones del consejo de administración en cada año estudiado. El efecto de esta variable no está muy claro a priori. Por una parte, algunos autores como Lipton y Lorsch (1992) sostienen que los consejos activos son más eficaces mostrando una mayor predisposición a la responsabilidad social corporativa. Por otra parte, puede ser que un elevado número de reuniones evidencien una inoperatividad y los consejeros se excedan de sus funciones afectando negativamente a la gestión empresarial (Vafeas, 1999).

La variable numérica %MUJ representa el porcentaje de consejeros mujeres que forman parte del consejo de administración de cada empresa. La diversidad de género juega un papel muy importante en el compromiso ético de las empresas debido a la diferencia en los marcos éticos que utilizan hombres y mujeres en sus juicios morales

(Harris, 1989; Ibrahim et al., 2009), siendo más sensibles a cuestiones éticas (Ibrahim y Angelidis, 1994; Stultz, 1979; García-Sánchez et al., 2008; Rodríguez Domínguez et al., 2009).

La selección del tamaño empresarial, TAMCORP (logaritmo del total de activos), es consecuencia del efecto que tal factor tiene en los procesos de legitimación social empresarial puestos de manifiesto en diversos trabajos como los de Hackston y Milne (1996), Gray et al (2001), Archel y Lizarraga (2001) y Archel (2003), entre otros. El nivel de endeudamiento, Leverage (la ratio de deuda en relación con los fondos propios), de las compañías constituye otro de los factores asociados a la elaboración de códigos éticos, especialmente, como mecanismo de prevención y repuesta a los conflictos de agencia que pudieran surgir. Respecto a las oportunidades de crecimiento, cabe esperar que aquellas compañías con valores MTB (calculado como la ratio entre valor de mercado de la empresa y valor contable del patrimonio empresarial) más elevados, de manera similar a lo esperado para el proceso de legitimación, elaboren códigos éticos orientados a reducir problemas de asimetría informativa que permitan regular el comportamiento de los empleados (Larrán y García-Meca, 2004; Gandía y Pérez, 2005).

En la Tabla 3 se sintetizan los estadísticos descriptivos de las variables propuestas para el análisis. Como puede observarse, en términos medios los consejos están formados por 11 consejeros, presentando un nivel de actividad de 9 reuniones por año. La presencia media de consejeros independientes es del 72,59%, siendo superior en el entornos institucionales con mayor protección al inversor (81,40%). La presencia media de mujeres consejeras es muy reducida, un 7,98%, siendo más relevante en el ámbito germánico con un 12,99 %.

INSERTAR TABLA 3

### 3.4. Modelo de análisis

A partir de las hipótesis propuestas y de las variables definidas anteriormente, se proponen los siguientes modelos:

$$CE_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDEP + \beta_2 \%INDEP * DINV\_PROTEC_{it} + \beta_3 DINV\_PROTEC_{it} + \beta_4 \%MUJ_{it} + \beta_5 TAMCONS_{it} + \beta_6 TAMCONS2_{it} + \beta_7 ACTCONS_{it} + \beta_8 TAMCORP_{it} + \beta_9 Leverage_{it} + \beta_{10} MTB_{it} + \mu_{it} + \eta_i \quad [1]$$

$$CEalcance_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDEP + \beta_2 \%INDEP * DINV\_PROTEC_{it} + \beta_3 DINV\_PROTEC_{it} + \beta_4 \%MUJ_{it} + \beta_5 TAMCONS_{it} + \beta_6 TAMCONS2_{it} + \beta_7 ACTCONS_{it} + \beta_8 TAMCORP_{it} + \beta_9 Leverage_{it} + \beta_{10} MTB_{it} + \mu_{it} + \eta_i \quad [2]$$

La variable dependiente CE es dicotómica, siendo necesario utilizar una regresión logit para datos de panel. La variable dependiente CEalcance toma valores entre 0 y 4, de manera que el 0 representa la existencia de un código ético con un nivel de alcance limitado y el 4 representa un código ético avanzado, con mejor calificación. Esto quiere decir que la variable dependiente es ordinal. Cada valor que toma “CEalcance” genera una evaluación continua de la empresa que se encuentra incorporada en un variable latente no observada, llámese “CEalcance\*”. Esta variable presenta una forma linear y depende de las mismas variables independientes y de control:

$$CEalcance^*_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDEP + \beta_2 \%INDEP * DINVE\_PROTECTION_{it} + \beta_3 DINVE\_PROTECTION_{it} + \beta_4 \%WOMEN_{it} + \beta_5 BoardSize_{it} + \beta_6 BoardSize2_{it} + \beta_7 ActivityBoard_{it} + \beta_8 Size_{it} + \beta_9 Leverage_{it} + \beta_{10} MTB_{it} + \mu_{it} + \eta_i \quad [3]$$

Como hay un número limitado de categorías de “CEalcance”, esta variable presenta varios “cut-off points” que delimitan cada categoría. Concretamente:

$$CEalcance = \begin{cases} 0 & \text{si } CEalcance^* < cut_1 \\ 1 & \text{si } cut_1 < CEalcance^* < cut_2 \\ 2 & \text{si } cut_2 < CEalcance^* < cut_3 \\ 3 & \text{si } cut_3 < CEalcance^* < cut_4 \\ 4 & \text{si } cut_4 < CEalcance^* \end{cases}$$

Wooldridge (2002) propone dos aproximaciones para la estimación de modelos de datos de panel con variable dependiente ordinal. La más utilizada considera que los errores  $\mu_{it}$  y  $\eta_i$  se distribuyen normalmente y se estima mediante máxima verosimilitud. Esta es la aproximación implementada en STATA por Rabe-Hesketh et al. (2001) y mejorada por Frechette (2001a, 2001b). El programa estima un modelo probit con efectos aleatorios. Estos modelos son muy utilizados en los análisis de ratings de agencias de calificación (Afonso et al., 2007).

#### **4. ANÁLISIS EMPÍRICO**

En la Tabla 4 se sintetizan las correlaciones bivariadas para las variables consideradas en el análisis. Las relaciones más significativas con las variables dependientes se producen con el tamaño empresarial, el tamaño y la actividad del consejo, la presencia de consejeros independientes y de mujeres.

INSERTAR TABLA 4

En las tablas 5 y 6 se sintetizan los resultados obtenidos de los modelos de análisis propuestos. En ambas tablas se reproducen los resultados procedentes de la estimación de dos modelos por cada ecuación: el modelo 1 incorpora la variable representativa de los consejeros independientes en global; en el modelo 2, se incorpora además su interacción con el nivel de protección al inversor.

En el modelo 1 de la tabla 5 puede observarse que el porcentaje de consejeros independientes (%INDEP) tiene un efecto positivo significativo para un nivel de confianza del 95% en la variable dependiente CE. Por otra parte, en el modelo 1 de la tabla 6 puede observarse que la variable %INDEP presenta un impacto positivo y significativo para un nivel de confianza del 99% en la variable dependiente CEalcance.

El impacto que la variable %INDEP tiene en las variables CE y CEalcance permite aceptar la hipótesis H1.

Por otra parte, el modelo 2 en la tabla 5 muestra que la variable %INDEP\*DINV\_PROTEC tiene un efecto positivo sobre la variable dependiente CE para un nivel de confianza del 99 por ciento, mientras que la variable %INDEP no resulta significativa desde el punto de vista econométrico. Considerados conjuntamente, los resultados indican que los consejeros independientes de compañías localizadas en países con una mayor protección al inversor tienen un efecto positivo y más significativo sobre la implantación de un código ético en comparación con países ubicados en entornos legales más débiles.

El modelo 2 en la tabla 6 indica que las variables %INDEP y %INDEP\*DINV\_PROTECT tienen un efecto positivo sobre CEalcance para un nivel de confianza del 99 por ciento. Analizados en conjunto, los resultados muestran que los consejeros independientes de empresas ubicadas en países con elevada protección al inversor tienen un efecto más positivo y significativo sobre la implantación de un código ético con un mayor nivel de alcance ( $\text{coef} = 0,2298667 + 2,819936 = 3,0498027$ ) en comparación con aquellas empresas localizadas en entornos legales más débiles ( $\text{coef} = 0,2298667$ ). En consecuencia, los resultados obtenidos en el modelo 2 de ambas ecuaciones nos permiten aceptar la hipótesis H2.

#### INSERTAR TABLA 5

Por el contrario, es posible observar un impacto negativo de la variable dummy representativa de los entornos caracterizados por una elevada protección al inversor sobre ambas variables dependientes.

El tamaño del consejo de administración en su formato lineal, TAMCONS, muestra una relación directa con ambas variables dependientes en todas las ecuaciones

estimadas. Por el contrario, su cuadrado TAMCONS2 tiene una relación indirecta con la implantación y nivel de alcance del código ético para los mismos niveles de significatividad. Así, en relación con el tamaño del consejo de administración y con el objetivo de determinar el punto  $\Phi_1$  en el que se produce el cambio de efecto de esta variable se estimará  $\Phi_1 = - (\beta_1 / 2 \beta_2)$ . Basándonos en los coeficientes de los modelos en los que no se consideran los consejeros independientes por niveles de protección al inversor, se observa que para la implantación de un código ético con mayores niveles de comprensión y alcance en su contenido, el tamaño óptimo del consejo es de 15 miembros. Un número superior conlleva problemas de agencia, que se traducen en procesos de monitorización menos óptimos y en una menor predisposición a asumir compromisos éticos.

La variable representativa de la actividad del consejo de administración, ACTCONS, tiene un efecto positivo no significativo en la variable CE en todas las ecuaciones, siendo relevante desde el punto de vista econométrico para la variable CEalcance en los cuatro modelos estimados para un nivel de confianza del 95%.

Respecto al resto de variables de control, el tamaño empresarial (TAMCORP) tiene un efecto positivo significativo para un nivel de confianza del 99% en todos los modelos analizados para las variables dependientes CE y CEalcance. Las variables de control MTB y Leverage tienen un coeficiente negativo y no significativo en los modelos estimados.

La diversidad de género (%MUJ) presenta un impacto positivo para niveles de confianza del 95% en las dos variables independientes, CE y CEalcance.

INSERTAR TABLA 6

## **5. DISCUSIÓN DE RESULTADOS**

Los consejeros independientes desempeñan un importante papel en la implantación de códigos éticos, cumpliendo con el rol asignado por los accionistas respecto a la supervisión del equipo directivo. Tales resultados refuerzan la evidencia empírica previa relativa a que estos consejeros son los más interesados en mostrar el comportamiento ético de la empresa (Ibrahim y Angelidis, 1995), de cara a incentivar a los *insiders* a cumplir sus objetivos a través de prácticas de buen gobierno (Fombrun y Shanley, 1990; Johnson y Greening, 1999).

Asimismo, si estos consejeros ejercen sus funciones en compañías localizadas en países con una mayor protección al inversor, podrán tener mayores incentivos a desarrollar códigos éticos más complejos, dado que probablemente sean más conscientes de cómo mejoran las relaciones de la compañía con los accionistas y acreedores. Además, en entornos institucionales con leyes más débiles en lo que se refiere a la protección del inversor, los beneficios privados para los *insiders* son más elevados y pueden mostrar una mayor oposición a la incorporación de mecanismos de gobierno corporativo que limiten sus decisiones discrecionales.

En relación a otras características del consejo de administración, hemos obtenido evidencia acerca de la influencia de la diversidad de género, en el sentido de que las consejeras son más sensibles a las demandas éticas, dado que presentan una mayor preocupación por el cumplimiento con las regulaciones en este tipo de cuestiones, estando especialmente interesadas en satisfacer los requerimientos hechos por diferentes *stakeholders*. Adicionalmente, la diversidad de género se asociada con una mayor experiencia y estricto cumplimiento de las obligaciones legales y morales (O'Neill et al., 1989). Por tanto, puede deducirse que las compañías que deseen mostrar un mayor comportamiento ético probablemente lo logren si incluyen un mayor número de consejeras en sus organismos supervisores. Estos

resultados están en consonancia con estudios previos, como García-Sánchez et al. (2008) y Rodríguez Domínguez et al. (2009).

En lo concerniente al funcionamiento del consejo, un tamaño en torno a 15 miembros y una mayor actividad conllevarán un mayor compromiso ético por parte de la empresa. Una posible justificación es que un consejo de administración de este tamaño estará más coordinado y tendrá mejor comunicación, favoreciéndose de la experiencia y conocimiento de todos sus miembros en temas éticos. Además, la realización de más reuniones hace que los consejeros sean más activos y propensos a participar en la toma de decisiones, en especial las relativas al contenido y alcance del documento marco de la ética de la compañía. Por lo tanto, las empresas deben tener en cuenta el tamaño del consejo, manteniendo un número de miembros que ayude en la eficacia de las tareas de control de gestión y en la toma de decisiones éticas (De Villiers et al., 2011), pero sin que su tamaño sea excesivamente elevado, al implicar este último una mayor dificultad en la promoción de dichas iniciativas.

Al mismo tiempo, la realización de un mayor número de reuniones ayudará a la empresa en la implantación de un código ético con mayor alcance, ya que los consejeros participarán más activamente e influirán más directamente en esta estrategia de la compañía. Así, se confirman las afirmaciones de autores como Lipton y Lorsch (1992), en relación con que los consejos activos son más eficaces debido a que la frecuencia de sus reuniones les permite realizar una mejor monitorización sobre la gestión de la empresa, mostrando un mayor interés en la transparencia y la ética.

Por otra parte, las empresas de mayor tamaño empresarial puedan aportar más recursos para tratar temas éticos, además de presentar una mayor exposición pública de sus actividades que exige procesos de legitimización (García-Sánchez et al., 2008).



## **6. CONCLUSIONES**

Los recientes escándalos corporativos y la crisis financiera han llevado a una creciente preocupación por cuestiones éticas y la influencia de las prácticas de buen gobierno sobre ellas. El efecto negativo que la prácticas empresariales no-éticas provoca en la reputación empresarial afecta, además de a los directivos involucrados, al órgano de monitorización de la actuación de los gestores, el consejo de administración y, en especial, a los consejeros independientes debido a que cuestiona su capacidad profesional, todo lo cual suele traducirse en la pérdida de oportunidades laborales en otras empresas e, incluso, en la firma inmersa en actuaciones ilegales.

Con el fin de evitar esta pérdida reputacional, estos consejeros fomentan la adopción de códigos corporativos de conducta, que pueden ser mecanismos pragmáticos puestos en práctica para cuando los individuales con propensión a conductas irregulares llegan a violar la confianza. En este sentido, serían sistemas y procedimientos que generan confianza al suponer un riesgo para la discrecionalidad y oportunismo directivo, a la vez que genera confianza en los mercados debido a que su existencia es un indicador de que la corporación actúa de acuerdo a las normas éticas y legales esperadas.

Aunque es recomendable que estas directrices éticas presenten un mayor desarrollo en aquellos entornos con un marco legal más débil en lo que respecta a la protección de inversor, a fin de proporcionar fuentes alternativas de protección a los accionistas y acreedores y evitar que los directivos extraigan valor a través de decisiones discrecionales, los resultados obtenidos indican que la involucración de los consejeros independientes en la búsqueda de comportamientos éticos es especialmente activa en entornos institucionales caracterizados por una mayor protección al inversor.

Desde un punto de vista teórico, se detecta una complementariedad entre los mecanismos internos y externos que previenen los comportamientos no-éticos e ilegales que pueden tener lugar en las grandes multinacionales. Estos resultados presentan interesantes implicaciones prácticas, sugiriendo la necesidad de que los organismos reguladores de aquellos países con entornos institucionales menos favorables para el inversor participen más activamente en el desarrollo de compromisos éticos, mediante el establecimiento de mecanismos preventivos que dificulten tales prácticas, así como mediante la emisión de normativa que endurezca las sanciones y castigos a tales actuaciones.

Por otra parte, debe indicarse que este trabajo presenta varias limitaciones que suponen futuras líneas de investigación para sus autores. Así, se ha asumido como único compromiso ético la existencia de un código ético y su nivel de alcance o compromiso, siendo recomendable que en futuras investigaciones se analizase la existencia de otros documentos y procedimientos empresariales que previniesen acciones no-éticas tales como el blanqueo de capitales, sobornos, etc.

## REFERENCIAS

- Afonso, A., Gomes, P., Rother, P. (2007): "What "hides" behind sovereign debt ratings?". European Central Bank, Working Paper Series No 711.
- Archel, P. (2003): "La divulgación de la información social y medioambiental en la gran empresa española en el período 1994-1998: Situación actual y perspectivas". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, XXXII (117), págs. 571-601.
- Archel, P., y Lizarraga, F. (2001): "Algunos determinantes de la información medioambiental divulgada por las empresas españolas cotizadas". *Revista de Contabilidad*, 4 (7), págs. 129-153.
- Arora, P. y Dharwadkar, R. (2011): "Corporate governance and corporate social responsibility (CSR): The moderating roles of attainment discrepancy and organization slack". *Corporate Governance: An International Review*, 19(2), págs. 136-152.
- Ball, R., Kothari, S. y Robin, A. (2000): "The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings". *Journal of Accounting and Economics*, 29, págs. 1-51.
- Barber, B. (1983): *The Logic and Limits of Trust*. New Brunswick, NJ: Rutgers University Press
- Beasley, M.S. (1996): "An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud". *The Accounting Review*, 71 (4), págs. 443-465.
- Beck, T., Demircuc-Kunt, A. y Levine, R. (2003): "Law, Endowments and Finance". *Journal of Financial Economics*, 70 (2), págs. 137-181.
- Benos, E. y Weisbach. M. (2004): "Private Benefits and Cross-listings in the US". Working Paper, University of Illinois, Ib.
- Berkowitz, D., Pistor, K. y Richard, J. (2003): "Economic development, legality, and the transplant effect". *European Economic Review*, 47, págs. 165-195.
- Boonlert-U-Thai, K., Meek, G. K. y Nabar, S. (2006). "Earnings attributes and investor-protection: International evidence". *The International Journal of Accounting*, 41 (4), págs. 327-357.
- Brown, L.D y Higgings, H.N. (2001): "Managing earnings surprises in the US versus 12 other countries". *Journal of Accounting and Public Policy*, 20, págs. 373-398.
- De Villiers, C.; Naiker, V. y Van Staden C.J. (2011): "The effect of board characteristics on firm environmental performance". *Journal of Management*, 37 (6), págs. 1636-1663.
- Diwedi, N. y Jain, A. (2005): "Corporate governance and performance of Indian firms: The effect of board size and ownership". *Employee Responsibilities and Rights Journal*, 17(3), págs. 161-172.
- Djankov, S., Miguel, E., Qian, Y., Roland, G. y Zhuravskaya, E. (2005): "Who Are Russia's Entrepreneurs?". *Journal of the European Economic Association*, 3(2-3), págs. 587- 97.
- Doidge, C., Karolyi, A. y Stulz, R. (2001): "Why are foreign firms listed in the US worth more?" Working Paper, NBER no. 8538.
- Dyck, A. y Zingales, L. (2004): "Private Benefits of Control: an International Comparison". *Journal of Finance*, 59 (2), págs. 537-600.
- Fahlenbrach, R., Low, A. y Stulz, R.M. (2010): "Why do Firms appoint CEOs as Outside Directors". *Journal of Financial Economics*, 97 (1), págs. 12-32.
- Fan, J.P.H., Meng, O. y Zhao, M. (2008): "Public Governance and Corporate Finance: Evidence from Corruption Cases". *Journal of Comparative Economics*, 36, págs. 343-364.

- Fich, E. M. y Shivdasani, A. (2007): "Financial fraud, director reputation, and shareholder wealth". *Journal of Financial Economics*, 86, págs. 306-336.
- Fombrun, C.J. y Shanley, M. (1990): "What's in a name? Reputation building and corporate strategy". *Academy of Management Journal*, 33, págs. 233-258.
- Frechette, G.R. (2001a): "Random-effects ordered probit". *Stata Technical Bulletin Reprints* 59. sg158, págs. 23-27.
- Frechette, G.R. (2001b): "Update to random-effects ordered probit". *Stata Technical Bulletin Reprints* 61. sg158.1, págs. 266-267.
- Frías-Aceituno, J.V.; Rodríguez-Ariza, L. y García-Sánchez, I.M. (2012): "The role of the board in the dissemination of integrated corporate social reporting". *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, DOI: 10.1002/csr.1294.
- Gandía, J.L., y Pérez, T.A. 2005. *E-gobierno corporativo y transparencia informativa en las sociedades cotizadas españolas: un estudio empírico*. Monografía no. 8, Dirección de Estudios y Estadísticas, CNM. Madrid.
- García-Sánchez, I.M., Rodríguez-Dominguez, L. y Gallego-Álvarez, I. (2008): "The influence of the board of directors on implementing an ethics code". *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 11 (2), págs. 93-120.
- Gompers, P., Ishi, J. y Metrick, A. (2003): "Corporate governance and equity prices". *Quarterly Journal of Economics*, 118, págs. 107-155.
- Gray, R. H., Javad, M., Power, D. y Sinclair, C.D. 2001. Social and environmental disclosures and corporate characteristics: A research note and extension, *Journal of Business, Finance & Accounting*, 28 (3 y 4), págs. 327-356.
- Gul, F. A., Lynn, S. G. y Tsui, J. (2002): "Audit quality, management ownership and the informativeness of accounting earnings". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 17, págs. 25-49.
- Hackston, D., y Milne, M.J. 1996. Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 9 (1), págs. 77-108.
- Hair, J. F., Black, W.C., Babin, B.J. y Anderson, R.E. (1998). *Multivariate data analysis*, Prentice-Hall, New Jersey.
- Harris, J. (1989): "Ethical values and decision processes of male and female business students". *Journal of Education for Business*, 64, págs. 234-238.
- Hart, O. (1995): *Firms, Contracts, and Financial Structure*, London, Oxford University Press.
- Hillier, D., Pindado, J., de Queiroz, V. y de la Torre, C. (2011): "The impact of country-level corporate governance on research and development". *Journal of International Business Studies*, 42, págs. 76-98.
- Homstrom, B. (1999): "Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective". *The Review of Economic Studies*, 66, págs. 162-182.
- Ibrahim, N.A. y Angelidis, J.P. (1994): "Effect of board members' gender on corporate social responsiveness orientation". *Journal of Applied Business Research*, 10, págs. 35-43.
- Ibrahim, N.A. y Angelidis, J.P. (1995): "The corporate social responsiveness orientation of board members: Are there differences between inside and outside directors?". *Journal of Business Ethics*, 14, págs. 405-410.
- Ibrahim, N., Angelidis, J. y Tomic, I. (2009): "Managers' Attitudes Toward Codes of Ethics: Are There Gender Differences?". *Journal of Business Ethics*, 90 (3), págs. 343-353.

- Johnson, R.A. y Greening, D.W. (1999): "The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance". *Academy of Management Journal*, 42 (5), págs. 564-576.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1997): "Legal Determinants of External Finance" *Journal of Finance*, 52 (3), págs. 1131-1150.
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A. y Vishny, R. (1998): "Law and finance". *Journal of Political Economy*, 106, págs. 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R.W. (2000): "Investor protection and corporate governance". *Journal of Financial Economics*, 58, págs. 3-27.
- Larrán, M., y García-Meca, E. 2004. La relevancia de la información no-financiera en la estrategia empresarial de divulgación unitaria: percepciones empresa-analista sobre su utilidad, *RVEH*, 12, págs. 127-145.
- Leuz, C., Nanda, D. y Wysocki, P. (2003): "Earnings management and investor protection: an international comparison". *Journal of Financial Economics*, 69, págs. 505-527.
- Lipton, M. y Lorsch, J.W. (1992): "A modest proposal for improved corporate governance". *Business Lawyer*, 48 (1), págs. 59-77.
- McKinney, J.A., Emerson, T.L. y Neubert, M. (2010): "The Effects of Ethical Codes on Ethical Perceptions of Actions Toward Stakeholders". *Journal of Business Ethics*, 97, págs. 505-516.
- Nenova, T. (2003): "The Value of Corporate Voting Rights and Control: a Cross-country Analysis". *Journal of Financial Economics*, 68(3), págs. 325-351.
- Nofsinger, J. y Kim, K. (2003): *Infectious Greed: Restoring Confidence in America's Companies*, Prentice-Hall, Upper Saddle River NJ.
- O'Neill, H.M.; Saunders, C.B. y McCarthy, A.D. (1989): "Board members, corporate social responsiveness and profitability: Are tradeoffs necessary?". *Journal of Business Ethics*, 8 (5), págs. 353-357.
- Prado-Lorenzo, J.M. y García-Sánchez, I.M. (2010): "The Role of the Board of Directors in Disseminating Relevant Information on Greenhouse Gases". *Journal of Business Ethics*, 97, págs. 391-424.
- Rabe-Hesketh, S., Yang, S. y Pickles, A. (2001): "Multilevel models for censored and latent responses". *Statistical Methods in Medical Research*, 10, págs. 409-427.
- Renders, A. y Gaeremynck, A. (2007): "The Impact of Legal and Voluntary Investor Protection on the Early Adoption of International Financial Reporting Standards (IRFS)". *De Economist*, 155 (1), págs. 49-72.
- Rodríguez Domínguez, L.; Gallego Álvarez, I. y García Sánchez, I.M. (2009): "Corporate governance and code of ethics". *Journal of Business Ethics*, 90, págs. 187-202.
- Schwartz, M. S., Dunfee, T.W. y Kline, M. J. (2005): "Tone at the Top: An Ethics Code for Directors?". *Journal of Business Ethics*, 58, págs. 79-100.
- Shen, C. y Chih, H. (2005): "Investor protection, prospect theory, and earnings management: An international comparison of the banking industry". *Journal of Banking and Finance*, 29, págs. 2675-2697.
- Singh, J.B. (2011): "Determinants of the Effectiveness of Corporate Codes of Ethics: An Empirical Study". *Journal of Business Ethics*, 101, págs. 385-395.
- Srinivasan, S. (2005): "Consequences of financial reporting failure for outside directors: Evidence from accounting restatements and audit committee members". *Journal of Accounting Research*, 43, págs. 291-334.

- Stevens, J.M., Steensma, K., Harrison, D.A. y Cochran, P.L. (2005): "Symbolic or Substantive Document? The Influence of Ethics Codes on Financial Executives' Decisions". *Strategic Management Journal*, 26, págs. 181-195.
- Stultz, J.E. (1979): "Madam Director". *Directors and Boards*, 3, págs. 6-19.
- Vafeas, N. (1999): "Board meeting frequency and firm performance-An empirical analysis". *Journal of Financial Economics*, 53 (1), págs. 113-142.
- Van de Ven, A. H. y Ferry, D. L. (1980): *Measuring and Assessing Organizations*, New York, Wiley.
- Vethouse, B. y Kandogan, Y. (2007): "Ethics in Practice: What Are Managers Really Doing?". *Journal of Business Ethics*, 70, págs. 151-163.
- Weaver, G.R., Treviño, L.K. y Cochran, P.L. (1999): "Corporate Ethics Practices in the Mid-1990's: An Empirical Study of the Fortune 1000". *Journal of Business Ethics*, 18, págs. 283-294.
- Wooldridge, J. (2002): *Econometric analysis of cross section and panel data*, MIT Press.
- Wotruba, T.R., Chonko, L.B. y Loe, T.W. (2001): "The Impact of Ethics Code Familiarity on Manager Behavior". *Journal of Business Ethics*, 33, págs. 59-69.

Tabla 1. <b>Distribución muestral</b>									
País	Periodo muestral							Total	Frecuencia
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009		
Alemania	0	0	0	34	44	42	30	150	2,79%
Canadá	48	54	50	57	54	54	56	373	6,93%
Dinamarca	0	0	0	0	16	16	15	47	0,87%
Finlandia	0	0	0	0	19	19	18	56	1,04%
Francia	0	0	0	0	36	38	38	112	4,98%
Italia	34	35	39	41	42	41	36	268	4,98%
Países Bajos	23	25	26	26	25	24	23	172	3,20%
Noruega	0	0	0	0	10	10	10	30	0,56%
España	32	34	37	38	37	36	36	250	4,65%
Suecia	0	0	0	0	41	39	39	119	2,21%
UK	115	127	129	136	140	140	130	917	17,04%
USA	365	382	412	422	424	448	433	2886	53,64%
Total	617	657	693	754	888	907	864	5380	

Tabla 2. <b>Nivel de implantación y comprensión de los códigos éticos</b>	
Implantación	Frecuencia relativa
0	3,3
1	96,7
Alcance	Frecuencia relativa
0	3,3
1	5,0
2	7,7
3	27,6
4	56,4

Tabla 3. Estadísticos descriptivos		
	Media	Desviación típica
%INDEP	0,7259	0,37673
%INDEP* DINV_PROTEC	0,8140	0,1083
%MUJ	0,0798	0,13613
TAMCONS	11,27	3,286
ACTCONS	8,59	3,796
TAMCORP	8,8111	2,22689
Leverage	16,5610	55,66070
MTB	1,8042	1,69921

Tabla 4. Correlaciones bivariadas										
	CE	CEalcance	%INDEP	%INDEP* DINV_PROTEC	%MUJ	TAMCONS	ACTCONS	TAMCORP	Leverage	MTB
%INDEP	0,037**	0,112**								
%INDEP* DINV_PROTEC	0,050**	0,095**	0,321**							
%MUJ	0,029*	0,055**	0,259**	-0,127**						
TAMCONS	0,054**	0,026	-0,275**	-0,072**	-0,101**					
ACTCONS	0,008	0,035*	-0,023	0,015	0,045**	0,031*				
TAMCORP	0,800**	0,148**	0,087**	0,145**	0,055**	0,324**	0,102**			
Leverage	-0,006	-0,019	0,014	0,013	-0,009	-0,015	-0,008	0,121**		
MTB	-0,005	-0,008	-0,004	-0,001	-0,015	-0,016	0,001	-0,02	0,001	

\*\* Correlation significant at 0.01 (bilateral) \* Correlation significant at 0.05 (bilateral)

“CE” es la variable dummy que toma el valor 1 si la empresa tiene implantado un código ético, tomando valor 0 en caso contrario. “CEalcance” es la variable ordinal que toma valores de 0 a 4 en función del grado de comprensión o alcance del código ético de las compañías. “%INDEP” es el porcentaje de consejeros independientes en el consejo de administración. Se interacciona con la variable DINV\_PROTEC para identificar el papel de los consejeros independientes en compañías localizadas en países con niveles de protección al inversor por encima de la media. “%MUJ” representa el porcentaje de mujeres respecto al total de consejeros. “TAMCONS” variable numérica que representa el número total de consejeros, tanto internos como externos del consejo de administración de cada empresa. “TAMCONS2” variable numérica que representa el cuadrado del número total de consejeros, tanto internos como externos del consejo de administración de cada empresa. “ACTCONS” variable numérica que se mide a través del número de reuniones del consejo de administración en cada año. “TAMCORP” es el tamaño de la corporación; se encuentra medido a través del logaritmo del activo total. “Leverage” nivel de endeudamiento empresarial representada mediante la ratio fondos ajenos / fondos propios. “MTB” representa el valor de mercado de la empresa respecto a su valor en libros, también denominado “market to book”.

Tabla 5. Modelos explicativos de la existencia e implementación de códigos éticos

$$CE_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDEP + \beta_2 \%INDEP * DINV\_PROTEC_{it} + \beta_3 DINV\_PROTEC_{it} + \beta_4 \%MUJ_{it} + \beta_5 TAMCONS_{it} + \beta_6 TAMCONS2_{it} + \beta_7 ACTCONS_{it} + \beta_8 TAMCORP_{it} + \beta_9 Leverage_{it} + \beta_{10} MTB_{it} + \mu_{it} + \eta_i$$

	Model 1				Model 2			
	Coef.	Std. Err.	Z	P> z	Coef.	Std. Err.	Z	P> z
%INDEP	<b>0,5934806</b>	<b>0,2705284</b>	<b>2,19</b>	<b>0,028</b>	0,2795383	0,229692	1,22	0,224
%INDEP*DINV_PROTEC					<b>5,802298</b>	<b>1,404981</b>	<b>4,13</b>	<b>0</b>
DINV_PROTEC					<b>-4,504885</b>	<b>1,096064</b>	<b>-4,11</b>	<b>0</b>
TAMCONS	<b>0,6754331</b>	<b>0,1226673</b>	<b>5,51</b>	<b>0</b>	<b>0,5897949</b>	<b>0,1413472</b>	<b>4,17</b>	<b>0</b>
TAMCONS2	<b>-0,02214</b>	<b>0,0045563</b>	<b>-4,86</b>	<b>0</b>	<b>-0,0178863</b>	<b>0,005498</b>	<b>-3,25</b>	<b>0,001</b>
ACTCONS	0,0285473	0,0317574	0,9	0,369	0,0600749	0,0373367	1,61	0,108
%MUJ	<b>2,23975</b>	<b>0,9889137</b>	<b>2,26</b>	<b>0,024</b>	<b>2,213623</b>	<b>1,02382</b>	<b>2,16</b>	<b>0,031</b>
TAMCORP	<b>0,1737221</b>	<b>0,0548252</b>	<b>3,17</b>	<b>0,002</b>	<b>0,1915824</b>	<b>0,0594047</b>	<b>3,23</b>	<b>0,001</b>
Leverage	-0,0947521	0,1284816	-0,74	0,461	-0,0916613	0,1301009	-0,7	0,481
MTB	-0,0010545	0,0061679	-0,17	0,864	-0,0013903	0,0072929	-0,19	0,849
_cons	-2,190308	0,9535587	-2,3	0,022	-1,864827	1,036754	-1,8	0,072
/lnsig2u	0,8276035	0,1399223			0,8641461	0,1332119		
sigma_u	1,512557	0,1058203			1,540448	0,102603		
rho	0,4101745	0,0338516			0,4190434	0,0324299		
Log likelihood		-500,3589				-454,9923		
Chi-cuadrado		52,58				70,39		
p-value		0,000				0,000		

“CE” es la variable dummy que toma el valor 1 si la empresa tiene implantado un código ético, tomando valor 0 en caso contrario. “CEalcance” es la variable ordinal que toma valores de 0 a 4 en función del grado de comprensión o alcance del código ético de las compañías. “%INDEP” es el porcentaje de consejeros independientes en el consejo de administración. Se interacciona con la variable DINV\_PROTEC para identificar el papel de los consejeros independientes en compañías localizadas en países con niveles de protección al inversor por encima de la media. “%MUJ” representa el porcentaje de mujeres respecto al total de consejeros. “TAMCONS” variable numérica que representa el número total de consejeros, tanto internos como externos del consejo de administración de cada empresa. “TAMCONS2” variable numérica que representa el cuadrado del número total de consejeros, tanto internos como externos del consejo de administración de cada empresa. “ACTCONS” variable numérica que se mide a través del número de reuniones del consejo de administración en cada año. “TAMCORP” es el tamaño de la corporación; se encuentra medido a través del logaritmo del activo total. “Leverage” nivel de endeudamiento empresarial representada mediante la ratio fondos ajenos / fondos propios. “MTB” representa el valor de mercado de la empresa respecto a su valor en libros, también denominado “market to book”.



Tabla 6. Modelos explicativos del alcance los códigos éticos

Tabla 6. Modelos explicativos del alcance los códigos éticos								
$CE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INDEP + \beta_2 \%INDEP * DINV\_PROTEC_{i,t} + \beta_3 DINV\_PROTEC_{i,t} + \beta_4 \%MUJ_{i,t} + \beta_5 TAMCONS_{i,t} + \beta_6 TAMCONS2_{i,t} + \beta_7 ACTCONS_{i,t} + \beta_8 TAMCORP_{i,t} + \beta_9 Leverage_{i,t} + \beta_{10} MTB_{i,t} + \mu_{i,t} + \eta_{i,t}$								
	Model 1				Model 2			
	Coef.	Std. Err.	Z	P> z	Coef.	Std. Err.	Z	P> z
%INDEP	<b>0,3448049</b>	<b>0,0834285</b>	<b>4,13</b>	<b>0,000</b>	<b>0,2298667</b>	<b>0,084537</b>	<b>2,72</b>	<b>0,007</b>
%INDEP*DINV_PROTEC					<b>2,819936</b>	<b>0,4218783</b>	<b>6,68</b>	<b>0,000</b>
DINV_PROTEC					<b>-2,254882</b>	<b>0,3430367</b>	<b>-6,57</b>	<b>0,000</b>
TAMCONS	<b>0,2439815</b>	<b>0,0487535</b>	<b>5</b>	<b>0,000</b>	<b>0,2208558</b>	<b>0,0497744</b>	<b>4,44</b>	<b>0,000</b>
TAMCONS2	<b>-0,0079043</b>	<b>0,001804</b>	<b>-4,38</b>	<b>0,000</b>	<b>-0,0070139</b>	<b>0,0018516</b>	<b>-3,79</b>	<b>0,000</b>
ACTCONS	<b>0,0187166</b>	<b>0,0077494</b>	<b>2,42</b>	<b>0,016</b>	<b>0,0227653</b>	<b>0,008151</b>	<b>2,79</b>	<b>0,005</b>
%MUJ	<b>0,4705083</b>	<b>0,2387743</b>	<b>1,97</b>	<b>0,049</b>	<b>0,4654417</b>	<b>0,2635319</b>	<b>1,77</b>	<b>0,077</b>
TAMCORP	<b>0,0964604</b>	<b>0,0161682</b>	<b>5,97</b>	<b>0,000</b>	<b>0,0957175</b>	<b>0,0162583</b>	<b>5,89</b>	<b>0,000</b>
Leverage	-0,0005196	0,0006081	-0,85	0,393	-0,0005353	0,000623	-0,86	0,39
MTB	0,0002926	0,0011079	0,26	0,792	0,0002427	0,0011452	0,21	0,832
_cut1	0,0232255	0,3658101	0,06	0,949	-0,2921543	0,3679754	-0,79	0,427
_cut2	0,6983177	0,3651197	1,91	0,056	0,4348549	0,3669542	1,19	0,236
_cut3	1,303875	0,3654567	3,57	0,000	1,061717	0,3675904	2,89	0,004
_cut4	2,72633	0,3680927	7,41	0,000	2,521611	0,370317	6,81	0,000
rho	0,6295197	0,0193503	32,53	0,000	0,6387212	0,0190895	33,46	0,000
Log likelihood					-4023,9524			
Chi-cuadrado					123,91			
p-value					0,0000			

“CE” es la variable dummy que toma el valor 1 si la empresa tiene implantado un código ético, tomando valor 0 en caso contrario. “CEalcance” es la variable ordinal que toma valores de 0 a 4 en función del grado de comprensión o alcance del código ético de las compañías. “%INDEP” es el porcentaje de consejeros independientes en el consejo de administración. Se interacciona con la variable DINV\_PROTEC para identificar el papel de los consejeros independientes en compañías localizadas en países con niveles de protección al inversor por encima de la media. “%MUJ” representa el porcentaje de mujeres respecto al total de consejeros. “TAMCONS” variable numérica que representa el número total de consejeros, tanto internos como externos del consejo de administración de cada empresa. “TAMCONS2” variable numérica que representa el cuadrado del número total de consejeros, tanto internos como externos del consejo de administración de cada empresa. “ACTCONS” variable numérica que se mide a través del número de reuniones del consejo de administración en cada año. “TAMCORP” es el tamaño de la corporación; se encuentra medido a través del logaritmo del activo total. “Leverage” nivel de endeudamiento empresarial representada mediante la ratio fondos ajenos / fondos propios. “MTB” representa el valor de mercado de la empresa respecto a su valor en libros, también denominado “market to book”.