

**FACTORES INSTITUCIONALES Y TRANSPARENCIA DE GOBIERNO CORPORATIVO
EN LATINOAMÉRICA**

Guadalupe del Carmen Briano Turrent

Profesor-Investigador. Universidad Autónoma de San Luis Potosí, México

Lázaro Rodríguez Ariza

Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Granada,
España.

Amalia Carrasco Gallego

Profesora Titular de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Sevilla.
España.

Área temática: H) Responsabilidad social corporativa

Palabras clave: Transparencia, Divulgación, Gobierno Corporativo, Teoría Institucional, Mercados Emergentes.

FACTORES INSTITUCIONALES Y TRANSPARENCIA DE GOBIERNO CORPORATIVO EN LATINOAMÉRICA

Resumen

Este estudio analiza en qué medida los factores institucionales inciden en el nivel de transparencia en gobierno corporativo de las empresas de mayor cotización bursátil en Latinoamérica. El estudio provee un análisis longitudinal compuesto por 826 observaciones de las empresas que pertenecen a los índices de mayor cotización bursátil de las bolsas de valores en Argentina (MERVAL), Brasil (IBOVESPA), Chile (IPSA) y México (IPyC), durante el periodo de 2004-2010. Los resultados del estudio muestran evidencia teórica y empírica de que las empresas cotizadas bajo estudio se han centrado en los arreglos institucionales con el fin de aumentar la transparencia y mejorar la confianza de los inversores.

INTRODUCCIÓN

La relevancia actual que han cobrado las prácticas de gobernanza empresarial y la divulgación de información corporativa, se ha visto reflejada en la participación de importantes instituciones a nivel mundial y en la propia normativa de los países. Por otro lado, la teoría institucional afirma que las empresas y los países son sistemas sociales y culturales y que estos factores influyen en el desempeño y prácticas empresariales (Judge, Douglas y Kutan, 2008). Si bien es cierto que los sistemas de gobierno corporativo difieren en términos de sus acuerdos institucionales, y esas diferencias dan forma a las posibilidades de cambio o a la difusión de las prácticas de un país a otro, la mayor parte de la investigación no llega a detallar cuáles son esas instituciones clave y cómo afectan las prácticas de gobierno corporativo a nivel empresa (Aguilera y Jackson, 2010).

Si bien es cierto, que una extensa literatura ha demostrado empíricamente que las características corporativas afectan el nivel de transparencia, son muy escasos los estudios que integran simultáneamente dimensiones de gobierno corporativo y variables culturales (Hannifa y Cooke, 2002). Entre los estudios previos en esta línea, encontramos los realizados por Archambault y Archambault (2003), Matoussi y Jardak (2012) y Bushman, Piotroski y Smith (2004) para países desarrollados. Del mismo modo, Lopes y Rodrigues (2007) sostienen que la divulgación de información es una función compleja que depende tanto de factores internos como de factores externos (cultura, sistema legal y antecedentes institucionales); mientras que Gibbins, Richardson y Waterhouse (1990) afirman que las organizaciones divulgan información para apoyar la eficiencia de la operación, pero también para cumplir con los valores sociales que son reflejados en la regulación y las normas informales.

El presente estudio toma como marco de referencia principal la teoría institucional para demostrar empíricamente la relación existente entre los factores institucionales y el nivel de transparencia en gobierno corporativo en Latinoamérica, en donde no se han identificado estudios previos similares. Es así que nuestro trabajo contribuye a la literatura comparativa internacional, integrando un conjunto de variables institucionales a nivel macro y a nivel empresa sobre el nivel de transparencia en gobierno corporativo en América Latina. El resto del trabajo está organizado de la siguiente manera. La primera sección describe el marco conceptual de la divulgación de información sobre gobierno corporativo en Latinoamérica. En la segunda sección se desarrollan las hipótesis de estudio. En la tercera sección se describe la muestra de empresas seleccionada y la metodología de investigación. Posteriormente se describe el modelo empírico y la medición de las variables de estudio. Finalmente se detallan los resultados y conclusiones.

EL CONTEXTO LATINOAMERICANO

Los países emergentes han mostrado una fuerte conexión entre las estructuras de gobierno y el desarrollo institucional. Así, encontramos que, la concentración de la propiedad es el modo predominante de gobierno, dada la ausencia de un sistema legal fuerte (Steier, 2009). Las instituciones formales como la regulación, la transparencia corporativa y la responsabilidad, fortalecen la estructura de gobierno y atraen una mayor inversión extranjera (Globerman y Shapiro, 2003). Sin embargo, en los países

emergentes, las instituciones informales juegan un papel relevante, dado que los mecanismos formales no se cumplen adecuadamente (Estrin y Prevezer, 2011).

En Latinoamérica la protección legal del inversor es menor en comparación con los países desarrollados, lo cual explica el bajo nivel de desarrollo de los mercados de capital en relación al tamaño de sus economías (Chong y López-de-Silanes, 2007; Djankov, La Porta y López-de-Silanes, 2008). Sin embargo, en materia de transparencia y gobierno corporativo se ha visto un importante avance en los últimos años. Los principios emitidos por la OCDE (2004), los códigos de buen gobierno y la normativa emitida en estos países hacen referencia a la divulgación de información corporativa. Si bien la divulgación de información en gobierno corporativo es de carácter voluntario, los códigos de buen gobierno integran el principio de “*cumplir o explicar*”, lo cual ha incidido en un incremento del nivel de transparencia en aspectos relacionados al consejo de administración, los derechos de los accionistas, los conflictos de interés, la estructura de la propiedad y de gobierno corporativo y los comités de apoyo al consejo. Por su parte, las cuatro economías más importantes en Latinoamérica que capturan el 70% de la capitalización del mercado son Argentina, Brasil, Chile y México (Diamandis y Drakos, 2011; Eldomiaty, Choi y Cheng, 2006).

HIPÓTESIS DE ESTUDIO

La teoría institucional aborda al gobierno corporativo como un conjunto de reglas formales e informales que inciden en la actividad empresarial (North, 1990). De acuerdo con Jaggi y Low (2000), las instituciones de una sociedad son el resultado del entorno socio-político, y éstas incluyen el sistema legal, los grupos familiares, grupos de educación, etc. La literatura previa ha intentado explicar la relación existente entre la divulgación de información corporativa y aquellos factores institucionales formales como el sistema legal y político, el sistema económico, el sistema corporativo y el sistema operativo (Jaggi y Low, 2000; Archambault y Archambault, 2003; Chanchani y Willett, 2004). Las prácticas corporativas relacionadas con la divulgación de información dependen de las características del entorno de cada país, en aspectos relacionadas a la cultura y la estructura institucional (Adhikari y Tondkar, 1992; Douppnik y Salter, 1995).

El sistema legal

Es a partir del trabajo seminal de La Porta et al. (1998) cuando se muestra que el elemento común de las diferencias entre países es el nivel de protección de los inversores. Jaggi y Low (2000) sostienen que el sistema legal incide directa o indirectamente en el nivel de divulgación de información corporativa. Las empresas en países de ley común están asociadas a una mayor divulgación de información, comparadas con las empresas en países de ley civil. Para medir la aplicación de la ley, son diversos los estudios que han propuesto diversos índices. Por ejemplo, Leuz, Nanda y Wysocki (2003) sugieren tres variables: a) la eficiencia del sistema judicial, b) la evaluación del estado de derecho, y c) el índice de corrupción. Por su parte, Kaufmann, Kraay y Mastruzzi (2010) proponen una serie de indicadores de gobernabilidad que integran las dimensiones de calidad regulatoria, el estado de derecho y el control de la corrupción. Recientemente el Índice Mundial de Gobierno (WGI) publicado por el Banco Mundial, se centra en el proceso a través del cual el gobierno es elegido y controlado, su capacidad para formular e implementar efectivamente las políticas y la interacción entre

las instituciones económicas y sociales. En nuestro estudio, hemos de adoptar el WGI para medir el grado de aplicación de la ley en los países bajo estudio.

Hipótesis 1: El WGI incide positivamente en el nivel de transparencia en gobierno corporativo en empresas cotizadas de Latinoamérica.

Desarrollo económico (PIB)

El desarrollo económico y el nivel de riqueza de los países están asociados a la estructura y evolución de la estructura de gobierno corporativo de las empresas (Chan y Cheung, 2011; Doidge, Karolyi y Stulz, 2007). El sistema económico afecta la forma de interacción entre la empresa y sus stakeholders, teniendo una influencia en las necesidades de información de estos grupos de usuarios (Archambault y Archambault, 2003). En una economía más desarrollada, las empresas requieren de una mayor financiación, lo cual incrementa la demanda de transparencia. En este contexto, Salter (1998) y Adhikari y Tondkar (1992) sostienen que el nivel de divulgación de información corporativa es mayor en países con un mayor crecimiento económico. Para medir el desarrollo económico o el nivel de riqueza de un país, se ha adoptado la tasa de crecimiento anual del PIB, la cual representa las condiciones macroeconómicas del desarrollo económico (Hope et al., 2008; Chan y Cheung, 2011).

Hipótesis 2: Existe una relación positiva entre la tasa de crecimiento del PIB y la divulgación de información en gobierno corporativo en empresas cotizadas Latinoamericanas.

Nivel de inflación

El nivel de inflación de un país es un factor relevante en el entorno económico, y por tanto, tiene un impacto significativo en las prácticas contables adoptadas por la empresa (Meek y Saudagaran, 1990). Las empresas que operan en países con altas tasas de inflación son más propensas a utilizar la contabilidad del nivel de precios, lo cual incrementa el volumen de información a disposición de los inversores (Archambault y Archambault, 1999). Lo anterior nos sugiere que los sistemas económico y contable de un país están interrelacionados, por lo que el nivel de inflación tendrá un efecto sobre el tratamiento contable de las unidades monetarias que tendrían que ser usadas, lo que a su vez incide en el nivel de transparencia corporativa. En esta línea, Douppnik y Salter (1993) ponen de manifiesto una asociación positiva entre el nivel de inflación y la divulgación de información.

Hipótesis 3: Existe una relación positiva entre la tasa de inflación y el nivel de transparencia en gobierno corporativo.

Tamaño del consejo

El consejo de administración es considerado un mecanismo de control y monitoreo en la gestión empresarial. Éste deberá estar integrado por un número razonable de consejeros, siendo su tamaño un factor que incide en su buen funcionamiento (Gandía, 2008). En los consejos de mayor tamaño existe una mayor diversidad y experiencia en sus miembros, lo cual incide en el nivel de transparencia corporativa (Laksmana, 2008; Gallego, García y Rodríguez, 2009). Son diversos los estudios que sostienen una relación positiva entre el tamaño del consejo y el nivel de transparencia corporativa (Barako, Hancock e Izan, 2006;

Hussainey y Al-Najjar, 2011). En relación a la transparencia en gobierno corporativo, Gandía (2008), Kent y Steward (2008) y Ezat y El-Masry (2008), encuentran un efecto positivo entre el tamaño del consejo y la divulgación de información en gobierno corporativo.

Hipótesis 4: El tamaño del consejo influye positivamente en la transparencia sobre gobierno corporativo.

Composición del consejo

Los consejeros externos no forman parte del equipo gerencial de la empresa, por lo que están en una mejor posición para supervisar a la gestión (Donnelly y Mulcahy, 2008). Asimismo, tienen un incentivo adicional para vigilar y facilitar el control de los accionistas, debido a que su propia reputación en el mercado laboral depende de su desempeño corporativo (Fama y Jensen, 1983). De acuerdo con Rouf (2011), los consejeros independientes son más efectivos en la maximización del valor para los accionistas, y por tanto, pueden contribuir con un mayor conocimiento y experiencia. Y aunque los resultados previos no son claros en la dirección en que la independencia del consejo incide en la transparencia corporativa, Cheng y Courtenay (2006) sostienen una relación positiva entre ambas variables para el caso Singapur; al igual que Chen y Jaggi (2000) en Hong Kong, Arcay y Vazquez (2005) en España y Lim, Matolcsy y Chow (2007) en Australia. Otros estudios, especialmente los realizados para países en desarrollo, no encuentran una relación significativa entre el nivel de divulgación de información voluntaria y la independencia del consejo (Ghazali y Weetman, 2006; Ho y Wong, 2001; Haniffa y Cooke, 2002). Lo anterior, debido a los vínculos existentes entre los consejeros independientes y la empresa, lo cual compromete su independencia en estos países (Tengamnuay y Stapleton, 2009). Particularmente en la divulgación de información sobre gobierno corporativo, Ezat y El-Masry (2008) y Samaha y Dahawy (2011) sostienen una relación positiva entre ambas variables.

Hipótesis 5: Existe una relación positiva entre la proporción de consejeros independientes y el nivel de transparencia en gobierno corporativo.

Dualidad COB-CEO

La dualidad COB-CEO hace referencia a la situación en que la misma persona ocupa ambas posiciones en una empresa. De acuerdo con Haniffa y Cooke (2002), la separación entre ambas posiciones ayuda a mejorar la calidad de la supervisión y a reducir las ventajas obtenidas por la retención de información, en tanto que la concentración de poder está asociada a reducir la divulgación y calidad de la información corporativa (Simon y Wong, 2001). Por otro lado, la ventaja potencial de tener una sola persona ocupando ambos cargos es que ésta puede poseer un mayor entendimiento y conocimiento del entorno operativo de la empresa, alcanzando los objetivos organizacionales (Dahya, Lonie y Power, 1996). A pesar de que los resultados previos no son concluyentes, la literatura previa ha encontrado una asociación negativa entre la dualidad COB-CEO y la divulgación de información corporativa (Lakhal, 2005; Lakshmana, 2008; Haniffa y Cooke, 2002; Eng y Mak, 2003; Gul y Leung, 2004; Ezat y El-Masry; 2008).

Hipótesis 6: Existe una relación negativa entre la dualidad COB-CEO y el nivel de transparencia en gobierno corporativo.

Estructura de la propiedad

Un factor importante que da forma al sistema de gobierno corporativo es la estructura de la propiedad, la cual se define como el grado de concentración que determina la distribución de poder y control corporativo, o bien como la proporción de acciones con derecho a voto que son de propiedad directa o indirecta de los familiares de los altos directivos o del consejo (Owusu-Ansah, 1998). De acuerdo con McKinnon y Dalimunthe (1993), cuando la estructura de propiedad es difusa, existe la necesidad de fortalecer el control para mantener la equidad de acceso a los accionistas minoritarios. Este supuesto es sustentado por la teoría de la agencia la cual sugiere que aquellas empresas con una gran dispersión de su propiedad divulgarán más información, en comparación con las que se caracterizan por estructuras de propiedad muy concentradas (Haniffa y Cooke, 2002). Donnelly y Mulcahy (2008) sostienen que la gestión divulgará mayor información con el objetivo de reducir los costes de control por parte de los accionistas, y esta transparencia se verá incrementada con la participación en la propiedad de accionistas externos. Entre los estudios que muestran una relación negativa entre la concentración de propiedad y el nivel de divulgación de información encontramos los realizados por Barako, Hancock e Izan (2006), Vander Bauwhede y Willekens (2008), Gandía (2008), Makhija y Patton (2004), entre otros.

Hipótesis 7: Existe una asociación negativa entre la concentración accionarial y la divulgación de información en gobierno corporativo.

Comité de auditoría

El comité de auditoría es el encargado de garantizar la integridad de la información financiera, lo cual a su vez permite la divulgación de información veraz y oportuna a todos los grupos de interés de la empresa (Willekens et al., 2005; Wallace y Naser, 1995). Históricamente los comités de auditoría surgieron como un mecanismo de supervisión voluntario con el objetivo de mejorar el flujo de información entre el principal y el agente (Rouf, 2011). La literatura previa pone en evidencia una asociación positiva entre la existencia del comité de auditoría y las prácticas de divulgación de información corporativa (Ho y Wong, 2001; McMullen y Raghunandan, 1996). En esta misma línea, Barako, Hancock e Izan (2006) y Samaha y Dehawy (2011), ponen de manifiesto que la presencia del comité de auditoría incide de forma positiva en el nivel de transparencia corporativa.

Hipótesis 8: El nivel de transparencia en gobierno corporativo es mayor para aquellas empresas que cuentan con un comité de auditoría.

Participación femenina en el consejo

En los últimos años, el tema de la diversidad de género en los negocios ha recibido atención en el mundo académico. Las mujeres difieren en distintos aspectos en comparación con los hombres (Torchia, Calabro y Huse, 2011). Las mujeres agregan puntos de vistas únicos, experiencias y estilos de trabajo con respecto a sus homólogos masculinos (Daily y Dalton, 2003). Por otro lado, las mujeres poseen una mayor sabiduría

y diligencia que muchos de los consejeros masculinos (Huse y Solberg, 2006); mientras que son capaces de crear un entorno favorable en las reuniones del consejo, representando la diversidad, los valores y problemas de las mujeres (Selby, 2000). Entre las variables que han sido asociadas a la presencia de la mujer en el consejo, encontramos el desempeño financiero de la empresa (Francoeur, Labelle y Sinclair-Desgagne, 2008); el nivel de innovación (Miller y Triana, 2009; Torchia, Calabró y Huse, 2011); y el nivel de transparencia corporativa (Gul, Srinidhi y Ng, 2011). En este sentido, la participación femenina en el consejo, mejora la calidad de los debates en el consejo e incrementa la capacidad de éste en la supervisión del proceso de divulgación de información corporativa (Gul, Srinidhi y Ng, 2011). Son diversos los estudios que sugieren que la diversidad de género está asociada a una mayor calidad de las deliberaciones del consejo (Huse y Solberg, 2006), así como a una comunicación más efectiva (Joy, 2008), lo cual facilita una mayor diseminación de información hacia los inversores.

Hipótesis 9: El índice de feminidad en el consejo incide positivamente en el nivel de transparencia de gobierno corporativo.

Cultura orientada al accionista vs stakeholder

Los distintos grupos de interés tienen una influencia relevante en la toma de decisiones y los valores adoptados por la empresa (Freeman, 1994; Donaldson y Preston, 1995). En este sentido se han identificado dos tipos de cultura en las empresas. La cultura orientada al stakeholder, la cual integra a un amplio espectro de partícipes que poseen un interés legítimo en las actividades corporativas y aquella orientada al accionista, en donde las empresas se visualizan como instrumentos para la creación de valor para los accionistas, teniendo los otros grupos de interés una menor legitimidad e influencia sobre la gestión empresarial (Bradley et al., 1999). Bajo este enfoque, Smith, Adhikari y Tondkar (2005) ponen de manifiesto que aquellas empresas que se encuentran en países con un enfoque hacia el stakeholder divulgan más información como parte de su gestión estratégica para reforzar la relación con sus grupos de interés. En la misma línea Simnett, Vanstraelen y Fong Chua (2009) identifican como una dimensión de la cultura organizacional, la orientación hacia el stakeholder o hacia el accionista.

Hipótesis 10: El nivel de transparencia en gobierno corporativo es más alto en empresas con una orientación hacia los stakeholders que en aquellas orientadas hacia el accionista.

Variables de control

Endeudamiento. Las empresas con mayores niveles de deuda están generalmente bajo un escrutinio más estricto por parte de los acreedores, teniendo mayores incentivos para divulgar más información sobre su gestión (Giner et al., 2003; Xiao, Yang y Chow, 2004; Prencipe, 2004; Jaggi y Low, 2000; Ho y Wong, 2001; Chau y Gray 2002; Ferguson, Lam y Lee, 2002). Se espera, por tanto, una relación positiva entre el nivel de endeudamiento de la empresa y el índice de transparencia en gobierno corporativo (Samaha et al., 2012).

Edad de la empresa. La edad de la empresa puede incidir en el nivel de transparencia corporativa, ya que representa la etapa de desarrollo y crecimiento de la misma (Owusu-Ansah, 1998). Bajo esta premisa, las empresas jóvenes tienden a divulgar menos información en comparación con las maduras por tres razones: 1) una mayor transparencia puede afectar su ventaja competitiva; 2) el costo y la facilidad de

procesamiento y diseminación de la información es mayor; y 3) carecen de un historial de información. En este sentido, la asimetría de información se relaciona negativamente con la edad de la empresa, por lo cual las empresas nuevas tienen mayores incentivos para combatir el escepticismo y aumentar la confianza de los inversores (Haniffa y Cooke, 2002). En nuestro estudio esperamos encontrar una relación negativa entre ambas variables (Hossain y Hammami, 2009).

Tamaño de la empresa. Las empresas de mayor tamaño presentan ciertas características que las diferencian de las pequeñas. Tal es el caso de una diversidad mayor de productos, redes de distribución más complejas y una mayor necesidad de financiación en los mercados de capital (Gallego, García y Rodríguez, 2009). La evidencia empírica ha mostrado que el tamaño de la empresa es una variable significativa y positiva en el nivel de transparencia corporativa (Barako, Hancock e Izan, 2006; Ajinkya, Bhojraj y Sengupta, 2005; Arcay y Vázquez, 2005; Cheng y Courtenay, 2006; Bonsón y Escobar, 2006; entre otros). Se espera encontrar una relación positiva entre el tamaño y el índice de transparencia en gobierno corporativo.

Rentabilidad. De acuerdo con Rouf (2011), los directivos divulgarán más información detallada para garantizar la continuidad de sus posiciones y remuneración y como señal de confianza institucional. Inchausti (1997) sostiene que aquellas empresas más rentables harán un mayor uso de la información para obtener ventajas competitivas, mientras que aquellas empresas con bajo desempeño podrían ser menos transparentes. Aunque no existe un consenso sobre la dirección existente entre la rentabilidad de la empresa y la divulgación de información corporativa, estudios previos muestran una relación positiva (Apostolos y Konstantinos, 2009; Haniffa y Cooke, 2002; Gompers, Ishii y Metrick, 2003). En este sentido esperamos un signo positivo entre ambas variables de estudio.

Sector industrial. El sector industrial es otra de las variables que con frecuencia ha sido utilizada para explicar la cantidad de información suministrada por las empresas (Eng y Mak, 2003). Las empresas que operan en un mismo sector, divulgarán información similar en el mercado, pues en caso contrario pueden ser malas señales para los inversores (Watts y Zimmerman, 1986). Por su parte, aquellas empresas que se encuentran en sectores más visibles políticamente tendrán mayores incentivos para divulgar información voluntaria, con el fin de minimizar los costes políticos (Collet y Hraskey, 2005; Oyelere, Laswad y Fisher, 2003). Entre los estudios que han encontrado una relación significativa entre el sector industrial y la divulgación de información podemos citar a Gandía (2008), Bonsón y Escobar (2006), Gul y Leung (2004); Nagar, Nanda y Wysocki (2003).

DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA Y METODOLOGÍA DE ESTUDIO

El estudio se centra en las empresas que pertenecen a los índices de mayor cotización bursátil en Argentina, Brasil, Chile y México. Para efectos del análisis, se excluirán las empresas que pertenecen al sector bancario y de seguros, dado que su regulación es más estricta y son sujetas a un mayor escrutinio en términos de divulgación de información corporativa (Garay y González, 2008). El índice de transparencia en gobierno corporativo y el conjunto de variables explicativas se han recogido de las memorias anuales y sitios web de las empresas seleccionadas, a través de la metodología de análisis de contenido. Para fines de agrupación, las empresas bajo estudio se han clasificado de acuerdo a la Global Industry Classification Standards (GICS), la cual ha

sido ampliamente aceptada en el ámbito empresarial y académico (Bhojraj, Lee y Oler, 2003).

Los outliers o valores extremos de las variables financieras han sido identificados y analizados, y aquellos valores que se encuentren por encima del percentil 99, tomarán el valor de este percentil. Por su parte, aquellos valores por debajo del primer percentil de cada variable se truncarán de la misma forma (Braga-Alves y Shastri, 2011). Para el análisis empírico se adoptará la metodología de datos de panel, excluyendo del análisis la información de aquellas empresas que cuentan con solo dos periodos. El número inicial de empresas a estudiar fue de 155, de las cuales se excluyeron 20 que pertenecen al sector financiero (bancarias y de seguros) y 7 de las que no encontramos la información suficiente para realizar el análisis, por lo que la muestra final de estudio es de 128 compañías. Respecto al número de observaciones que integran nuestro estudio empírico que cubre el periodo temporal de 2004 a 2010, es de 826. La tabla 1 nos muestra la composición de la muestra de estudio por país. Los sectores que predominan en estos países son los relacionados con materiales, productos básicos de consumo y empresas de servicios públicos.

Tabla 1. Muestra de estudio durante el periodo 2004-2010

| País/Año | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | Total observaciones |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------------------|
| Argentina | 8 | 8 | 9 | 10 | 10 | 10 | 10 | 65 |
| Brasil | 41 | 46 | 49 | 52 | 53 | 53 | 53 | 347 |
| Chile | 24 | 28 | 29 | 31 | 32 | 32 | 32 | 208 |
| México | 28 | 29 | 29 | 30 | 30 | 30 | 30 | 206 |
| Total observaciones | 101 | 111 | 116 | 123 | 125 | 125 | 125 | 826 |

Fuente: Elaboración propia.

ESPECIFICACIÓN DEL MODELO Y MEDICIÓN DE LAS VARIABLES

Para probar nuestras hipótesis, estimamos el siguiente modelo de regresión múltiple. Para ello proponemos un índice de gobierno corporativo que se integra de información requerida por la normativa y los códigos de buen gobierno de cada país. Nuestro índice se compone de 43 elementos, los cuales a su vez se categorizan en cuatro subíndices: 1) composición y desempeño del consejo, 2) derechos de los accionistas, 3) ética y conflictos de interés, y 4) otra información relacionada con el buen gobierno. Con este índice pretendemos no solo describir sino cuantificar, como si de un rating se tratara, los contenidos de las memorias anuales y sitios web de las empresas que conforman la muestra de estudio. Nuestra metodología de análisis está basada en el trabajo realizado por Berglöf y Pajuste (2005), mientras que el índice no es ponderado, lo cual nos sugiere que todos los elementos que lo integran tienen la misma importancia. La ventaja de los índices no ponderados en relación a los ponderados, es que los primeros permiten un análisis independiente a la subjetividad que pudiera existir en un grupo de usuarios particulares (Hossain y Hammami, 2009). Por otro lado, las variables independientes y de control agregadas en el modelo han sido sustentadas por estudios previos y son detalladas en la tabla 2.

$$ITGC = \beta_1 WGI_{it} + \beta_2 CPI_{it} + \beta_3 PIB_{it} + \beta_4 Board_Size_{it} + \beta_5 Board_Ind_{it} + \beta_6 Duality_{it} + \beta_7 Aud_{it} + \beta_8 Own_{it} + \beta_9 Gender_{it} + \beta_{10} Stakeholder_{it} + \sum_{k=1}^K \theta_k x_{it}^k + \lambda_i + \varepsilon_{it}$$

Donde:

$\sum_{k=1}^K \theta_k x_{it}^k$ = Conjunto de variables de control

λ_i = Efectos fijos a nivel empresa

ε_{it} = Término de error

Tabla 2. Definición y medición de las variables de estudio

| Variable | Definición | Signo esperado | Fuente |
|---------------------------------|---|----------------|---|
| Variable dependiente | | | |
| GCTI | Índice de transparencia en gobierno corporativo (43 ítems) | | Garay y González (2008); Leal y Carvalhal-da-Silva (2005); Chong y López-de-Silanes (2007); Lefort y Walker (2005); OCDE (1999) |
| Variables independientes | | | |
| WGI | Índice mundial de gobierno | + | Kaufmann, Kraay y Mastruzzi (2010); Leuz, Nanda y Wysocki (2003) |
| CPI | Tasa de inflación anual | + | Archambault y Archambault (1999); Douplik y Salter (1993) |
| PIB | Tasa de crecimiento del PIB | + | Chan y Cheung (2011), Hope et al. (2008) |
| Board_Size | Tamaño del consejo: Logaritmo natural del número de miembros en el consejo | + | Pham, Suchard y Zein, (2011); Ezat y El-Masry (2008), Kent y Steward, (2008); Barako Hancock e Izan (2006) |
| Board_Ind | Independencia del consejo: proporción de consejeros externos con respecto al total de miembros en el consejo | + | Ezat y El-Masry (2008); Samaha y Dahawy (2011); Chen y Jaggi, 2000; Arcay y Vazquez (2005); Ajinkya, Bhojraj y Sengupta (2005); Kent y Steward, 2008; Willekens et al. (2005) |
| Duality | Dualidad del COB-CEO: Variable dicotómica que toma el valor de 1 si ambas posiciones son sostenidas por la misma persona y de 0 en caso contrario | - | Samaha et al. (2012); Haniffa y Cooke (2002); Lakhali (2005); Laksmana (2008); Eng y Mak (2003); Gul y Leung (2004); Ezat y El-Masry (2008) |
| Own | Concentración de la propiedad: Porcentaje de las acciones comunes sostenidas por los diez principales accionistas | - | Samaha et al. (2012); Donnelly y Mulcahy (2008); Barako, Hancock e Izan (2006), Vander Bauwhede y Willekens (2008), Gandía (2008), Makhija y Patton (2004) |
| Aud | Presencia del comité de auditoría: Variable dummy que toma el valor de 1 si existe un comité de auditoría y 0 en caso | + | Ho y Wong (2001); McMullen y Raghunandan (1996); Barako, Hancock e Izan (2006); Samaha y Dehawy (2011) |

| | | | |
|--------------------|---|---|---|
| | contrario | | |
| Gender | Porcentaje de participación de las mujeres en el consejo | + | Huse y Solberg (2006); Hillman, Shropshire y Cannella (2009); Gul, Srinidhi y Ng (2011) |
| Stakeholder | Variable dicotómica que toma el valor de 1 si la empresa tiene un enfoque al stakeholder y 0 si el enfoque es hacia el accionista | + | Simnett, Vanstraelen y Fong Chua (2009); Bradley et al. (1999); Smith, Adhikari y Tondkar (2005); Simnett, Vanstraelen y Fong Chua (2009) |
| Control | | | |
| Lev | Nivel de endeudamiento = deuda a largo plazo/activos totales | + | Giner et al. (2003); Xiao, Yang y Chow (2004); Prencipe (2004); Jaggi y Low (2000); Willekens et al. (2005); Ho y Wong (2001); Chau y Gray (2002); Ferguson, Lam y Lee (2002) |
| Age | Número de años desde su fundación | - | Hossain y Hammami (2009); Owusu-Ansah (1998) |
| Lnsiz | Tamaño de la empresa: logaritmo natural del total de activos | + | Lim, Matolcsy y Chow (2007); Hossain y Hammami (2009); Samaha et al. (2012) |
| ROA | Retorno de los activos, el cual se mide como el cociente entre la ganancia neta y los activos totales al final de cada año de estudio | + | Erhardt, Werbel y Shrader (2003); Collet y Hraskey (2005); Gallego, García y Rodríguez (2009) |
| Ind | Sector Industrial (Standard Industrial Classification) | ? | Lefort y Walker (2005); Gandía (2008); Gul y Leung (2004) |
| Time | Variables dicotómicas para cada año analizado | | |

Fuente: Elaboración propia.

RESULTADOS EMPÍRICOS

Análisis descriptivo de los datos

La evolución que ha mostrado el ITCG en los países es ascendente. El promedio del ITCG es de 0.36 (mediana de 0.33) en 2004 para Argentina, mientras que en Brasil el término medio es de 0.48 (mediana de 0.49). En el caso de empresas chilenas el promedio es de 0.53 (mediana de 0.50), en tanto que México obtiene un término medio de 0.66 (mediana de 0.67). Se observa que el país que alcanza un índice mayor es México, seguido de Chile, Brasil y Argentina. Estas diferencias se deben prácticamente a que los códigos de buen gobierno en cada uno de estos países exigen distintos elementos a divulgar.

En relación a las variables macroeconómicas, se observa un promedio de 0.59 para el WGI, siendo Chile el país que obtiene un mayor índice, seguido de Brasil, México y Argentina. La tasa de inflación anual en la región muestra un promedio de 4.58% en 2004

y de 4.42% en 2010. Finalmente, el crecimiento económico muestra una tasa promedio del 6% anual en estos países a lo largo del periodo analizado. Entre las variables explicativas referidas a los factores instituciones formales, encontramos el tamaño y la composición del consejo. La región muestra un término medio de 9.6 consejeros en 2004 y de 10 consejeros en 2010. Si bien es cierto que los países bajo estudio no han mostrado una variación importante en el tamaño de sus consejo durante el periodo analizado, si encontramos que la normativa y códigos de buen gobierno en cada país adopta distintos criterios con respecto al tamaño del consejo (entre 5 y 9 miembros en Brasil, un mínimo de 7 consejeros en Chile, entre 3 y 15 en el caso de México, mientras que en Argentina no se especifica). Con respecto a la composición del consejo, la región muestra un término medio de 0.33 en 2004 y 0.38 en 2010. Por su parte, Argentina obtiene un término medio de consejeros independientes de 0.20 (mediana de 0.18) en 2004 y de 0.31 (mediana de 0.32) en 2010. En Brasil, los resultados muestran un término medio de 0,25 (mediana de 0.21) en 2004 y de 0.34 (mediana de 0.33) en 2010. De acuerdo con Black, Gledson de Carvalho y Gorga (2010), la independencia del consejo es un área notablemente débil en Brasil, dado que la mayoría de los consejos de las empresas están compuestos por representantes del grupo de control. Chile presenta un promedio de consejeros independientes de 0.38 (mediana de 0.33) en 2004 y de 0.38 (mediana de 0.33) en 2010. Finalmente, las empresas mexicanas muestran un término medio de 0.46 (mediana de 0.47) en 2004 y de 0.49 (mediana de 0.50) en 2010, siendo estas empresas las que cuentan con consejos más independientes, y en cuyo código de gobernanza empresarial se establece un mínimo de consejeros independientes (25%), mientras que en el resto de países no se especifica el número o porcentaje de éstos.

En relación a la dualidad COB y CEO, encontramos que el término medio es de 28.7% en 2004 y de 21.6% en 2010 en el grupo de países analizados, siendo Argentina y México los países que más adoptan esta práctica. En cuanto a la existencia del comité de auditoría, a pesar de que los códigos y normativa de los países bajo estudio sugieren la creación de este comité, encontramos que en Chile solo el 25% (2004) y el 28.1% (2010) han seguido esta recomendación, existiendo otros órganos de control como el mismo directorio o el comité directivo quien lleva a cabo dichas funciones. En el resto de países las empresas han instituido la participación del comité de auditoría. El porcentaje promedio de acciones en manos de los principales diez accionistas es del 57% (mediana de 51%) en 2004 y de 55% (mediana de 54%) en 2010 en la región.

La participación de la mujer en el consejo ha cobrado gran relevancia. Sin embargo, se observa que en los países emergentes latinoamericanos no existe una participación significativa, siendo Brasil el país que obtiene la mayor participación femenina, mientras que el promedio regional apenas alcanza un 4% en 2004 y un 5% en 2010. Por otro lado, la institucionalización de la cultura corporativa hacia el stakeholder se ha incrementado. En 2004, solamente el 51.5% de las empresas analizadas se enfocaban al stakeholder, mientras que en 2010 se incrementó a un 83.2%. Lo anterior muestra una preocupación por parte de la empresa hacia un grupo más amplio de partícipes, lo cual tiene una incidencia en el nivel de transparencia corporativa. En relación a las variables de control, se observa que el nivel de endeudamiento es de un 23% en 2004 y de 29% en 2010 en la región siendo mayor para las empresas que pertenecen a Brasil, Chile y México. Con respecto a la edad de la empresa, se observa un promedio de 48.31 años en 2004 y de 49.95 años en 2010 a partir de su fundación. El tamaño de la empresa medida a través del logaritmo natural de los activos es mayor para aquéllas que pertenecen a Brasil, seguidas de las empresas mexicanas y chilenas. El promedio de la región es de 7.83 en 2004 y 8.72 en 2010. Finalmente, los estadísticos descriptivos de la variable que mide el

desempeño financiero de la empresa (ROA) muestran un mejor desempeño en Argentina, seguido de México, Brasil y Chile. El promedio global para estos países es de 0.11 en 2004 y 0.10 en 2010.

Análisis bivariado de las variables (matriz de correlaciones)

La multicolinealidad potencial entre las variables explicativas ha sido analizada a través del análisis de correlación y la obtención de los valores de inflación de la varianza (VIF) y el nivel de tolerancia (ver tabla 3). El análisis de correlación muestra que el ITGC está positivamente correlacionado con el año de estudio, el tamaño y la composición del consejo, la dualidad COB-CEO, la presencia del comité de auditoría, la orientación hacia el stakeholder, los valores culturales de innovación y trabajo en equipo, así como con el tamaño de la empresa y la rentabilidad ($p < 0.01$, prueba bilateral); y con el nivel de endeudamiento ($p < 0.05$, prueba bilateral). Por su parte, el ITGC muestra una correlación negativa con el WGI, la tasa de crecimiento del PIB, la concentración de la propiedad ($p < 0.01$, prueba bilateral). Los coeficientes para el VIF y el nivel de tolerancia se encuentran dentro de los límites propuestos por Weisberg (1985) y Xiao, Yang y Chow (2004) quienes sugieren un valor menor de 2 para el VIF y por encima de 0.60 para el nivel de tolerancia. En esta línea, Neter et al. (1989) proponen que el coeficiente del VIF no deberá exceder el valor de 10, dado que indicaría la presencia de una multicolinealidad perjudicial. Por su parte, si el promedio del VIF es substancialmente menor a 1 nos indica que el análisis de regresión puede estar sesgado. Nuestro estudio obtiene un VIF promedio de 1.36 lo cual va en línea con el obtenido por Hossain y Hammami (2009) y Shan y McIver (2011), quienes confirman que su modelo no tiene problemas de multicolinealidad, alcanzando un valor del VIF de 1.47 y 1.42 respectivamente. En nuestro estudio, las variables de WGI y la existencia del comité de auditoría, alcanzan un nivel de tolerancia menor a 0.60, lo cual podría sugerir algún problema de multicolinealidad entre ambas variables. Sin embargo, el VIF se encuentra dentro de los límites recomendados.

Tabla 3. Análisis de los valores de inflación de la varianza y el nivel de tolerancia

Tabla 3. Diagnósticos de colinealidad

| Inflación de la varianza y factores de tolerancia | | | |
|---|------------------|-------|------------|
| Variable | B | VIF | Tolerancia |
| (Constante) | -45,574 | | |
| Año | 0,023*** | 1,169 | 0,856 |
| Sector industrial | -0,003* | 1,158 | 0,864 |
| WGI | 0,149*** | 2,998 | 0,334 |
| CPI | -0,009*** | 1,368 | 0,731 |
| PIB | -0,441*** | 1,132 | 0,884 |
| Board size (Ln) | -0,010*** | 1,323 | 0,756 |
| Board composition | 0,110*** | 1,208 | 0,828 |
| COB-CEO duality | 0,010 | 1,228 | 0,814 |
| Audit committee | 0,124*** | 2,106 | 0,475 |
| Gender | -0,143** | 1,136 | 0,881 |
| Ownership | 0,016 | 1,115 | 0,897 |
| Stakeholder | 0,020** | 1,152 | 0,868 |
| Leverage | 0,062** | 1,190 | 0,840 |
| Age | 0,000** | 1,168 | 0,856 |
| Size company | 0,012*** | 1,258 | 0,795 |
| ROA | 0,045 | 1,104 | 0,906 |

1. Las variables son definidas en la tabla 2.

2. Los coeficientes están basados en 826 observaciones.

3. Los coeficientes de significancia están marcados en negrita: p = .10 (+), p = .05 (*) and p = .01 (**).

4. Variable independiente: ITGC.

5. VIF = Inflación de la varianza

Fuente: Elaboración propia.

Análisis de resultados

Los resultados del análisis multivariante correspondientes a las hipótesis propuestas se muestran en la tabla 4. En primer lugar, se realizó el análisis de regresión múltiple (OLS), incluyendo como variables dummies al sector industrial y año de estudio, para integrar sus posibles efectos. Posteriormente estimamos los coeficientes de las variables a través de OLS con Panel-Corrected Standard Errors (PCSEs) (Barako, Hancock e IZAN, 2006; Pham, Suchard y Zein, 2011). El modelo de regresión múltiple (modelo 1) es significativo ($P > 0,000$). El coeficiente ajustado de determinación (R^2) indica que el 45,12% de la variación en la variable dependiente es explicada por las variables independientes. El coeficiente obtenido va en línea con resultados de estudios anteriores que han utilizado índices de divulgación de información. Ver por ejemplo los realizados por Akhtaruddin (2005) que alcanzan un 55.7%, Haniffa y Cooke (2002) un 46.3% y Ahmed (1996) un 33.2%. Los coeficientes de las variables ponen de manifiesto que las variables significativas en el modelo son el sistema legal (+), el nivel de inflación (-), el PIB (-), el

tamaño y composición del consejo (+), la participación de las mujeres en el consejo (-), la presencia del comité de auditoría (+) y la orientación hacia el stakeholder (+). La dualidad COB-CEO y la concentración de la propiedad no son significativas en el modelo. Respecto a las variables de control, el endeudamiento (+), la edad de la empresa (-) y su tamaño (+) son significativas; en tanto que la rentabilidad no muestra alguna asociación. Asimismo se observa que el año de estudio y el sector industrial son significativas en el análisis.

Siguiendo con el análisis y aplicando la metodología de datos de panel, el test de Hausman nos sugiere que el modelo de efectos fijos es el más conveniente en nuestro estudio, el cual muestra un p valor (Chi^2) de 0,000. El modelo 4 pone de manifiesto que las variables que se mantienen significativas y con una incidencia positiva son la composición del consejo ($p = 0,05$), la participación femenina en el consejo ($p = 0,001$), la presencia del comité de auditoría ($p = 0,001$), la orientación hacia el stakeholder ($p = 0,001$), y las variables de control de endeudamiento ($p = 0,05$), edad de la empresa ($p = 0,001$) y el tamaño de la empresa ($p = 0,001$). La tasa de crecimiento del PIB ($p = 0,05$) y la dualidad COB-CEO ($p = 0,05$) tienen una incidencia significativa pero con signo negativo. El panel de datos ha mostrado problemas de heterocedasticidad, correlación contemporánea y correlación serial, por lo cual se aplicó el estimador PCSEs.

El modelo 8 nos muestra que las relaciones positivas y significativas son el sistema legal ($p = 0,05$), el tamaño del consejo ($p = 0,001$), la composición del consejo ($p = 0,001$), la presencia del comité de auditoría ($p = 0,001$), la orientación hacia el stakeholder ($p = 0,001$), el tamaño de la empresa ($p = 0,001$), el endeudamiento ($p = 0,05$) y la rentabilidad ($p = 0,05$). Las relaciones negativas significativas las observamos con el PIB ($p = 0,001$), el nivel de inflación ($p = 0,05$), la participación femenina en el consejo ($p = 0,001$) y la edad de la empresa ($p = 0,001$). Por su parte, no se muestran relaciones significativas entre el ITGC y la dualidad COB-CEO y la concentración de la propiedad. Los resultados también sugieren que la divulgación en gobierno corporativo en el sector de energía es mayor al resto de sectores, y es a partir del año 2005 cuando existen diferencias significativas en el nivel de transparencia en el grupo de países analizados. Los resultados expuestos han sido sustentados por Archambault y Archambault (2003), quienes indican que la decisión de divulgar información corporativa está influenciada por la cultura, el sistema nacional y el sistema corporativo; mientras que Berglöf y Pajuste (2005) sugieren que la diseminación de información por parte de las empresas, depende del entorno legal y las prácticas adoptadas en cada país, el tamaño de la empresa y la concentración de la propiedad. Por su parte, Barako, Hancock e Izaan (2006) a través de un estudio longitudinal y utilizando la metodología de datos de panel, muestran una asociación significativa entre el nivel de divulgación de información corporativa voluntaria y los atributos de gobierno corporativo de la empresa, la estructura de la propiedad y las características de la empresa. En la misma línea, Samaha et al. (2012) para el caso de Egipto, sostienen que la proporción de consejeros independientes y el tamaño de la empresa son dos factores que inciden positivamente el nivel de transparencia en gobierno corporativo.

Las hipótesis aceptadas en nuestro estudio son el sistema legal (H1), la cual sugiere una relación positiva entre la fortaleza del sistema legal y el nivel de transparencia en gobierno corporativo. Este resultado es consistente con el encontrado por Holder-Webb et al. (2008) y Chan y Cheung (2011), quienes identifican al sistema legal como un factor

determinante en la divulgación de información en gobierno corporativo. Jaggi y Low (2000) reconocen que el sistema legal es la institución más relevante en la actividad empresarial, en tanto que Bushman, Piotroski y Smith (2004) muestran una relación positiva entre el nivel de transparencia en gobierno corporativo y la fortaleza del sistema legal. Latinoamérica se caracteriza por un sistema legal/judicial débil, por lo que la demanda por la transparencia corporativa es mayor.

Con respecto a las hipótesis H2 y H3 referidas al nivel de inflación y a la tasa de crecimiento del PIB, se observa una asociación estadísticamente significativa, pero con signo negativo con el ITGC. Lo anterior es contrario a lo demostrado por Chan y Cheung (2011) y Doupnik y Salter (1993), quienes muestran una relación positiva. Estos resultados dan lugar a rechazar estas hipótesis, que, en línea con los resultados obtenidos por Archambault y Archambault (2003), nos sugiere la existencia de una posible correlación entre la tasa de crecimiento del PIB y el caso de las economías emergentes, es decir que el comportamiento es distinto a los países desarrollados.

Los resultados obtenidos para las dimensiones de gobierno corporativo sustentan una relación positiva y estadísticamente significativa (nivel del 1%) entre el tamaño del consejo, su composición y la presencia del comité de auditoría y el ITGC, aceptándose las H4, H5 y H8. Estos resultados son alcanzados por Allegrini y Greco (2011), quienes sostienen una relación significativa y positiva entre el nivel de divulgación voluntaria y el tamaño del consejo y la presencia del comité de auditoría para el caso de empresas en Italia; en tanto que Samaha et al. (2012) muestran que el nivel de transparencia en gobierno corporativo de empresas cotizadas en Egipto aumenta con la proporción de consejeros independientes y con el tamaño de la empresa. Bajo este contexto, en nuestro estudio se demuestra que los consejos de mayor tamaño generan la experiencia y diversidad necesarias para realizar sus funciones, incrementando el nivel de transparencia en gobierno corporativo (Gandía, 2008; Kent y Steward, 2008; Willekens et al., 2005; Ezat y El-Masry, 2008). Del mismo modo, la presencia de miembros independientes en el consejo representa un medio de control que mejora la efectividad de éste, centrando su atención a las acciones del equipo directivo y asegurando la consecución de los objetivos de los accionistas, lo cual se verá reflejado en un mayor nivel de transparencia corporativa (Fama y Jensen, 1983). Estos resultados son sustentados también para el nivel de transparencia en gobierno corporativo en otros países emergentes (Ezat y El-Masry, 2008; Samaha y Dahawy, 2011). Respecto a la presencia del comité de auditoría, la aceptación de la H8 es sustentada por los resultados encontrados por Barako, Hancock e Izan (2006) en el caso de Kenya. La H8 nos sugiere que el comité de auditoría cumple con su función de garantizar la integridad de la información financiera, lo cual a su vez permite una diseminación de información veraz y oportuna a los interesados de la empresa (Willekens et al., 2005; Wallace y Naser, 1995). Las hipótesis 10 referida a la orientación hacia el stakeholder es aceptada, lo que nos sugiere que aquellas empresas con un enfoque hacia el stakeholder divulgan más información como parte de su gestión estratégica y como un proceso de comunicación interactiva y continua entre la empresa y sus stakeholders (Smith, Adhikari y Tondkar, 2005; Fasterling, 2012). Asimismo, se observa una asociación significativa negativa entre el nivel de transparencia en gobierno corporativo y la participación femenina en el consejo, lo que nos lleva a rechazar la H9 la cual predecía una relación positiva entre ambas variables. El resultado obtenido va en línea con la perspectiva cultural propuesta por Hofstede (1990), quien sugiere la existencia de una diferencia en el trato entre

hombres y mujeres, siendo los consejos compuestos por un mayor número de hombres los que divulgan más información corporativa (Jaggi y Low, 2000; Hope, 2003).

Las variables de control significativas en el modelo son el nivel de endeudamiento, el tamaño y rentabilidad de la empresa, con una influencia positiva; mientras que la edad de la empresa tiene una incidencia negativa sobre el ITGC. La teoría de las señales sostiene que las empresas grandes son sujetas a una mayor supervisión por parte del gobierno y las autoridades, y por tanto tienen mayores incentivos para mitigar los costes políticos e incrementar la divulgación de información corporativa; mientras que la teoría del coste-beneficio pone de manifiesto que la información detallada es menos costosa para las grandes empresas en comparación con las pequeñas, dado que éstas pueden verse afectadas competitivamente (Ho y Wong, 2001; Gandía, 2008). La edad de la empresa tiene un impacto negativo sobre el ITGC, lo cual va en línea con los resultados sustentados por Hossain y Hammami (2009) y Owusu-Ansah, (1998), quienes afirman que las empresas más jóvenes divulgan menos información dado que ésta puede afectar su ventaja competitiva, así como también carecen de un historial de información.

Así, encontramos que las hipótesis rechazadas son las relacionadas con la dualidad COB-CEO (H6) y la concentración de la propiedad (H8), las cuales no explican el nivel de transparencia en gobierno corporativo, lo cual va en línea con los resultados obtenidos por Ho y Wong (2001), Eng y Mak (2003) y Hannifa y Cooke (2002). La literatura previa sugiere que en el caso de países emergentes o en desarrollo los resultados podrían diferir a los encontrados en economías desarrolladas (Archambault y Archambault, 2003).

Tabla 4. Factores institucionales formales e informales y el ITGC (Estimación con datos de panel)

| Variables independientes | Modelo 1 | Modelo 2 | Modelo 3 | Modelo 4 | Modelo 5 | Modelo 6 | Modelo 7 | Modelo 8 |
|--------------------------|----------------------------------|---|----------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|---|
| | Pooled data (MCO) | Pooled data (MCO). Estimador robusto (vce) | Efectos aleatorios | Efectos fijos | Two-way efectos fijos | Efectos fijos ARI | FGLS heterocedasticidad | PCSE Heterocedasticidad, correlación contemporánea y correlación serial |
| WGI | 0,128*** <i>0,046</i> | 0,128*** <i>0,045</i> | 0,103* <i>-0,096</i> | 0,116 <i>0,100</i> | 0,527*** <i>0,125</i> | 0,230† <i>0,129</i> | 0,128** <i>0,045</i> | 0,128** <i>0,056</i> |
| CPI | -0,009*** <i>0,003</i> | -0,009*** <i>0,003</i> | -0,000 <i>0,002</i> | 0,000 <i>0,001</i> | -0,003* <i>0,002</i> | -0,001 <i>0,001</i> | -0,009*** <i>0,003</i> | -0,008** <i>0,003</i> |
| PIB | -1,655*** <i>0,283</i> | -1,655*** <i>0,285</i> | -0,344*** <i>0,085</i> | -0,193** <i>0,081</i> | -0,081 <i>0,278</i> | -0,012 <i>0,163</i> | -1,656*** <i>0,278</i> | -1,656*** <i>0,313</i> |
| Board size (Ln) | 0,100*** <i>0,013</i> | 0,100*** <i>0,016</i> | 0,060*** <i>0,019</i> | 0,007 <i>0,022</i> | 0,007 <i>0,020</i> | -0,007 <i>0,017</i> | 0,100*** <i>0,013</i> | 0,100*** <i>0,011</i> |
| Board composition | 0,094*** <i>0,022</i> | 0,094*** <i>0,022</i> | 0,095*** <i>0,029</i> | 0,067* <i>0,031</i> | 0,039 <i>0,028</i> | 0,035 <i>0,024</i> | 0,094*** <i>0,021</i> | 0,094*** <i>0,011</i> |
| COB-CEO duality | 0,006 <i>0,010</i> | 0,006 <i>0,010</i> | -0,023† <i>0,013</i> | -0,036** <i>0,013</i> | -0,014 <i>0,012</i> | -0,010 <i>0,011</i> | 0,006 <i>0,010</i> | 0,006 <i>0,008</i> |
| Gender | -0,209*** <i>0,057</i> | -0,209*** <i>0,065</i> | 0,112† <i>0,066</i> | 0,246*** <i>0,068</i> | 0,161*** <i>0,061</i> | 0,028 <i>0,046</i> | -0,209*** <i>0,056</i> | -0,208*** <i>0,024</i> |
| Audit committee | 0,123*** <i>0,015</i> | 0,123*** <i>0,014</i> | 0,093*** <i>0,014</i> | 0,081*** <i>0,014</i> | 0,069*** <i>0,013</i> | 0,058*** <i>0,013</i> | 0,123*** <i>0,014</i> | 0,123*** <i>0,006</i> |
| Ownership | 0,007 <i>0,026</i> | 0,007 <i>0,025</i> | -0,016 <i>0,031</i> | 0,018 <i>0,032</i> | 0,007 <i>0,029</i> | 0,012 <i>0,028</i> | 0,007 <i>0,025</i> | 0,007 <i>0,021</i> |
| Stakeholder | 0,029*** <i>0,010</i> | 0,029** <i>0,010</i> | 0,055*** <i>0,009</i> | 0,045*** <i>0,009</i> | 0,023*** <i>0,008</i> | 0,016** <i>0,006</i> | 0,029*** <i>0,010</i> | 0,029*** <i>0,006</i> |
| Leverage | 0,062* <i>0,031</i> | 0,062* <i>0,031</i> | 0,076* <i>0,029</i> | 0,080** <i>0,029</i> | 0,038 <i>0,026</i> | -0,000 <i>0,019</i> | 0,062† <i>0,030</i> | 0,062** <i>0,029</i> |
| Age | -0,000† <i>0,000</i> | -0,000* <i>0,000</i> | 0,000 <i>0,000</i> | 0,008*** <i>0,001</i> | 0,001 <i>0,001</i> | 0,000 <i>0,000</i> | -0,000† <i>0,000</i> | -0,000*** <i>0,000</i> |
| Size company | 0,017*** <i>0,004</i> | 0,017*** <i>0,004</i> | 0,058*** <i>0,005</i> | 0,059*** <i>0,000</i> | 0,015** <i>0,006</i> | 0,001 <i>0,006</i> | 0,017*** <i>0,004</i> | 0,017*** <i>0,003</i> |
| ROA | 0,074 <i>0,056</i> | 0,074 <i>0,069</i> | 0,017 <i>0,052</i> | 0,033 <i>0,051</i> | 0,004 <i>0,047</i> | 0,000 <i>0,037</i> | 0,075 <i>0,055</i> | 0,075** <i>0,035</i> |
| Constante | 0,173* <i>0,078</i> | 0,173* <i>0,078</i> | -0,171† <i>0,097</i> | -0,467*** <i>0,081</i> | -0,040 <i>0,089</i> | 0,513*** <i>0,032</i> | 0,173** <i>0,077</i> | 0,173*** <i>0,066</i> |
| Total de observaciones | 826 | 826 | 826 | 826 | 826 | 826 | 826 | 826 |
| R cuadrado ajustado | 0,4512 | 0,4705 | | | | | | |

Los errores estándar corregidos se muestran en cursiva

*Nivel de significancia: † p .10, * p .05 ** p .01 y *** p .001

CONCLUSIONES

A partir de un estudio comparativo realizado en las cuatro economías emergentes de esta región (Argentina, Brasil, Chile y México), nuestro estudio muestra un comportamiento ascendente en cuanto a transparencia en gobierno corporativo durante el periodo 2004-2010. Basando nuestro estudio en la teoría institucional la cual sostiene que son las instituciones formales e informales las que inciden en la adopción de determinadas prácticas corporativas como es la decisión de divulgar o no información, nuestro análisis muestra que las variables que inciden en el nivel de transparencia en gobierno corporativo son el sistema legal, el nivel de inflación, la tasa de crecimiento del PIB, el tamaño del consejo, la independencia del consejo, la presencia del comité de auditoría, la participación femenina en el consejo, la orientación hacia

el stakeholder, y las variables de control adoptadas en el estudio (endeudamiento, edad, tamaño y rentabilidad de la empresa).

Las limitaciones de nuestro estudio se refieren a que las variables de estudio recogidas de cada memoria anual, inevitablemente recogen el juicio subjetivo de los investigadores, lo que puede llevar a posibles errores de interpretación y captura de la información. En segundo lugar, el ITGC no es ponderado. Por un lado, esto tiene la desventaja de que a todos los elementos del índice le estamos dando la misma importancia; sin embargo, no encontramos alguna metodología que nos permita asignar un criterio de ponderación. Por otro lado, al utilizar un índice no ponderado reducimos el problema de subjetividad. En tercer lugar, nos hemos centrado en obtener la información sobre gobierno corporativo y variables de estudio de dos fuentes principales: la memoria anual, el informe de GC y los sitios web de las empresas, no considerando en nuestro alcance de estudio a la prensa y otros informes que pudieran ser emitidos por las empresas cotizadas. En cuarto lugar, existe un grado de subjetividad al momento de seleccionar las variables explicativas. Dada la extensa literatura que existe en esta línea de investigación y la gran cantidad de variables que han sido identificadas, intentamos seleccionar aquellas que aparecen en la mayor parte de los estudios encontrados, sustentando su inclusión en nuestro modelo. Esta limitación se mitiga con el uso de la metodología de datos de panel, que toma en cuenta el problema variables omitidas. En quinto lugar, nuestro estudio se limita a estudiar aquellas empresas de mayor cotización bursátil en Latinoamérica, dejando fuera a aquellas empresas que no pertenecen a estos índices y las que no cotizan en Bolsa. Sin embargo, contamos con un número suficiente de observaciones para el uso de datos de panel.

A pesar de las limitaciones, nuestros resultados extienden la literatura internacional en una región escasamente estudiada, siendo un referente para los encargados de emitir las políticas y lineamientos en materia de gobierno corporativo en los países bajo estudio. Estos resultados podrían ayudar a identificar cuáles son las dimensiones y elementos de transparencia en GC que tienden hacia una convergencia regional.

Asimismo, el trabajo propone interesantes futuras líneas de investigación. Este estudio demostró el impacto que tienen algunos valores éticos y la orientación hacia el stakeholder, por lo que sería interesante ampliar el estudio a la influencia que tienen otras variables culturales como la nacionalidad, edad, educación o antigüedad de los consejeros o directivos sobre el nivel de transparencia en gobierno corporativo. Asimismo podríamos considerar otros factores institucionales formales como la compensación de los consejeros, la composición de los comités de apoyo y la frecuencia de las reuniones tanto del consejo como de los comités de apoyo. Sería interesante analizar cuál es el impacto del ITGC y sus subíndices sobre las medidas de desempeño empresarial o riesgo, o bien cuál es el impacto de los factores institucionales formales e informales sobre estas medidas de desempeño y riesgo. Ampliar la muestra de estudio, incluyendo aquellas empresas que cotizan en el mercado continuo. Una importante extensión de nuestro trabajo sería incluir a otros países, tanto emergentes como de origen anglosajón y continental, lo cual podría darnos la oportunidad de agregar un mayor número de variables a nivel país por contar con un grupo más amplio de países. Otra línea interesante, es realizar un estudio longitudinal por sector industrial. Ello nos permitiría analizar la incidencia de los factores institucionales formales e informales en un sector específico de actividad, pudiendo al mismo tiempo incluir a un mayor número de países.

REFERENCIAS

- Adhikari, A. y Tondkar, R. (1992). Environmental Factors Influencing Accounting Disclosure Requirements of Global Stock Exchanges. *Journal of International Financial Management and Accounting* , 4 (2), 75-105.
- Ajinkya, B., Bhojraj, S. y Sengupta, P. (2005). The Association between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research* , 43 (3), 343-376.
- Akhtaruddin, M., Hossain, M., Hossain, M., y Yao, L. (2009). Corporate Governance and Voluntary Disclosure in Corporate Annual Reports of Malaysian Listed Firms. *Journal of Applied Management Accounting and Research* , 7 (1), 1-20.
- Apostolos, K. y Konstantinos, A. (2009). Voluntary Accounting Disclosure and Corporate Governance: Evidence from Greek Listed Firms. *International Journal of Accounting and Finance* , 1 (4), 395-414.
- Arcay, M. y Vazquez, M. (2005). Corporate Characteristics, Governance Rules and the Extent of Voluntary Disclosure in Spain. *Advances in Accounting* , 21, 299-331.
- Archambault, J., y Archambault, M. (2003). A Multinational Test of Determinants of Corporate Disclosure. *The International Journal of Accounting* , 38 (2), 173-194.
- Barako, D., Hancock, P. y Izan, H. (2006). Factors Influencing Voluntary Corporate Disclosure by Kenyan Companies. *Corporate Governance: An International Review*, 14 (2), 107-125.
- Berglöf, E. y Pajuste, A. (2005). What do Firms Disclose and Why? Enforcing Corporate Governance and Transparency in Central and Eastern Europe. *Oxford Review Economic Policy* , 21 (2), 178-198.
- Bhojraj, S., Lee, C. y Oler, D. (2003). What's my Line? A Comparison of Industry Classification Schemes for Capital Market Research. *Journal of Accounting Research* , 41 (5), 745-774.
- Black, B., Gledson de Carvalho, A. y Gorga, É. (2010). Corporate Governance in Brazil. *Emerging Markets Review* , 11 (1), 21-38.
- Bonsón, E. y Escobar, T. (2006). Digital Reporting in Eastern Europe: An Empirical Study. *International Journal of Accounting Information Systems* , 7 (4), 299-318.
- Bradley, M., Schipani, C., Sundaram, A. y Walsh, J. (1999). The Purposes and Accountability of the Corporation in Contemporary Society: Corporate Governance at a Crossroads. *Law and Contemporary Problems* , 62 (3), 9-86.
- Braga-Alves, M. y Shastri, K. (2011). Corporate Governance, Valuation, and Performance: Evidence from a Voluntary Market Reform in Brazil. *Financial Management* , 40 (1), 139-157.
- Bushman, R., Piotroski, J. y Smith, A. (2004). What Determines Corporate Transparency? *Journal of Accounting Research* , 42 (2), 207-252.
- Chan, A. y Cheung, H. (2011). Cultural Dimensions, Ethical Sensitivity, and Corporate Governance. *Journal of Business Ethics* , 104 (4), 1-15.
- Chanchani, S. y Willett, R. (2004). An empirical assessment of Gray's Accounting Value Constructs. *The International Journal of Accounting* , 39 (1), 125-154.
- Chau, G. y Gray, S. (2002). Ownership Structure and Corporate Voluntary Disclosure in Hong Kong and Singapore. *The International Journal of Accounting* , 37 (2), 247-265.
- Chen, C. y Jaggi, B. (2000). Association between Independent non-Executive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy* , 19 (4-5), 285-310.
- Cheng, E. y Courtenay, S. (2006). Board Composition, Regulatory Regime and Voluntary Disclosure. *The International Journal of Accounting* , 41 (3), 262-289.

- Chong, A. y López de Silanés, F. (2007). Investor Protection and Corporate Governance. Firm Level Evidence Across Latin America. Washington D.C.: Stanford University Press-Inter American Development Bank.
- Collet, P. y Hrasky, S. (2005). Voluntary disclosure of corporate governance practices by listed Australian companies. *Corporate Governance: An International Review* , 13 (2), 188-196.
- Dahya, J., Lonie, A. y Power, D. (1996). The Case for Separating the Roles of Chairman and CEO: An Analysis of Stock Market and Accounting Data. *International Corporate Governance: An International Review* , 4 (2), 71-77.
- Daily, C. y Dalton, D. (2003). Women in the Boardroom: A Business Imperative. *Journal of Business Strategy* , 24 (5), 8-10.
- Diamandis, P. y Drakos, A. (2011). Financial Liberalization, Exchange Rates and Stock Prices: Exogenous Shocks in Four Latin America Countries. *Journal of Policy Modeling* , 33 (3), 381-394.
- Dojige, C., Karolyi, G. y Stulz, R. (2007). Why do Countries Matter so much for Corporate Governance? *Journal of Financial Economics* , 86 (1), 1-39.
- Donaldson, T. y Preston, L. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications. *The Academy of Management Review* , 20 (1), 65-91.
- Donnelly, R. y Mulcahy, M. (2008). Board Structure, Ownership, and Voluntary Disclosure in Ireland. *Corporate Governance: An International Review* , 16 (5), 416-429.
- Doupnik, T. y Salter, S. (1993). An Empirical Test of a Judgmental International Classification of Financial Reporting Practices. *Journal of International Business Studies* , 24 (1), 41-60.
- Eldomiaty, T. y Choi, C. (2006). Corporate Governance and Strategic Transparency: East Asia in the International Business Systems. *Corporate Governance: An International Review* , 6 (3), 281-295.
- Eng, L. y Mak, Y. (2003). Corporate Governance and Voluntary Disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy* , 22 (4), 325-345.
- Erhardt, N., Werbel, J. y Shrader, C. (2003). Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review* , 11 (2), 102-111.
- Estrin, S. y Prevezer, M. (2011). The Role of Informal Institutions in Corporate Governance: Brazil, Russia, India, and China Compared. *Asia Pacific Journal of Management* , 28 (1), 41-67.
- Ezat, A. y El-Masry, A. (2008). The Impact of Corporate Governance on the Timeliness of Corporate Internet Reporting by Egyptian Listed Companies. *Managerial Finance* , 34 (12), 848-867.
- Fama, E. y Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics* , 26 (2), 301-325.
- Fasterling, B. (2012). Development of Norms Through Compliance Disclosure. *Journal of Business Ethics* , 106 (1), 73-87.
- Ferguson, M. J., Lam, K. y Lee, M. (2002). Voluntary Disclosure by State-Owned Enterprises Listed on the Stock Exchange of Hong Kong. *Journal of International Financial Management and Accounting* , 13 (2), 125-152.
- Francoeur, C., Labelle, R. y Sinclair-Desgagne, B. (2008). Gender diversity in corporate governance and top management. *Journal of Business Ethics* , 81 (1), 83-95.
- Freeman, R. (1994). The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions. *Journal of Behavioral Economics* , 19 (4), 337-359.
- Gallego, Á. I., García, S. I. y Rodríguez, D. L. (2009). La Eficiencia del Gobierno Corporativo y la Divulgación de Información en Internet. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa* , 15 (1), 109-135.
- Gandía, J. L. (2008). Determinants of Internet-Based Corporate Governance Disclosure by Spanish Listed Companies. *Online Information Review* , 32 (6), 791-817.

- Garay, U. y González, M. (2008). Corporate Governance and Firm value: The Case of Venezuela. *Corporate Governance: An International Review* , 16 (3), 194-199.
- Ghazali, N. y Weetman, P. (2006). Perpetuating Traditional Influences: Voluntary Disclosure in Malaysia Following the Economic Crisis. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* , 15 (2), 226-248.
- Gibbins, M., Richardson, A. y Waterhouse, J. (1990). The Management of Corporate Financial Disclosures: Opportunism, Ritualism, Policies and Processes. *Journal of Accounting Research* , 28 (1), 121-143.
- Giner, B., Arce, M., Cervera, N. y Ruiz, A. (2003). Incentivos para la Divulgación Voluntaria de Información: Evidencia Empírica sobre la Información Segmentada. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa* , 12 (4), 69-86.
- Globerman, S. y Shapiro, D. (2003). Governance Infrastructure and US Foreign Direct Investment. *Journal of International Business Studies* , 34 (1), 19-39.
- Gompers, P., Ishii, J. y Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics* , 118 (1), 107-155.
- Gul, F. y Leung, S. (2004). Board Leadership, Outside Directors' Expertise and Voluntary Corporate Disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy* , 23 (5), 351-379.
- Gul, F., Srinidhi, B. y Ng, A. (2011). Does Board Gender Diversity Improve the Informativeness of Stock Prices? *Journal of Accounting and Economics* , 51 (3), 314-338.
- Haniffa, R. y Cooke, T. (2002). Culture, Corporate Governance and Disclosure in Malaysian Corporations. *Abacus* , 38 (3), 317-349.
- Hillman, A., Shropshire, C. y Cannella, J. (2007). Organizational Predictors of Women on Corporate Boards. *The Academy of Management Journal* , 50 (4), 941-952.
- Ho, S. y Wong, K. (2001). A Study of the Relationship between Corporate Governance Structures and the Extent of Voluntary Disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* , 10 (2), 139-159.
- Hofstede, G., Ohayv, B., Neuijen, D. y Sanders, G. (1990). Measuring Organizational Cultures: A Qualitative and Quantitative Study Across Twenty Cases. *Administrative Science Quarterly* , 35 (2), 286-316.
- Holder-Webb, L., Cohen, J., Nath, L. y Wood, D. (2008). A Survey of Governance Disclosures among U.S. Firms. *Journal of Business Ethics* , 83 (3), 543-563.
- Hope, O.-K. (2003). Firm-Level Disclosures and the Relative Roles of Culture and Legal Origin. *Journal of International Financial Management and Accounting* , 14 (3), 218-249.
- Hope, O.-K., Kang, T., Thomas, W. y Yoo, Y. (2008). Culture and Auditor Choice: A Test of the Secrecy Hypothesis. *Journal of Accounting and Public Policy* , 27 (5), 357-373.
- Hossain, M. y Hammami, H. (2009). Voluntary Disclosure in the Annual Reports of an Emerging Country: The case of Qatar. *Advances in Accounting* , 25, 255-265.
- Huse, M. y Solberg, G. (2006). Gender-Related Boardroom Dynamics: How Scandinavian Women Make and Can Make Contributions on Corporate Boards. *Women In Management Review* , 21 (2), 113-130.
- Hussainey, K. y Al-Najjar, B. (2011). Future-Oriented Narrative Reporting: Determinates and Use. *Journal of Applied Accounting Research* , 12 (2), 123-138.
- Inchausti, B. G. (1997). The Influence of Company Characteristics and Accounting Regulation. *The European Accounting Review* , 6 (1), 45-68.
- Jaggi, B. y Low, P. (2000). Impact of Culture, Market Forces, and Legal System on Financial Disclosures. *The International Journal of Accounting* , 35 (4), 495-519.
- Joy, L. (2008). *Advancing Women Leaders: The Connection between Women Board Directors and Women Corporate Officers*. New York: Catalyst.
- Judge, W., Douglas, T. y Kutan, A. (2008). Institutional Antecedents of Corporate Governance Legitimacy. *Journal of Management* , 34 (4), 765-785.

- Kaufmann, D., Kraay, A. y Mastruzzi, M. (2010). The Worldwide Governance Indicators. Methodology and Analytical Issues. Policy Research , Working Paper.
- Kent, P. y Stewart, J. (2008). Corporate Governance and Disclosures on the Transition to International Financial Reporting Standards. *Accounting and Finance* , 48 (4), 649-671.
- La Porta, R., López de Silanes, F., Schleifer, A. y Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy* , 106 (6), 1113-1155.
- Lakhal, F. (2005). Voluntary Earnings Disclosure and Corporate Governance: Evidence from France. *The Review of Accounting and Finance* , 4 (3), 64-85.
- Laksmana, I. (2008). Corporate Board Governance and Voluntary Disclosure of Executive Compensation Practices. *Contemporary Accounting Research* , 25 (4), 47-82.
- Leal, R. y Carvalhal-da-Silva, A. (2005). Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). Working Paper. SSRN-id726261, 77 .
- Lefort, F. y Walker, E. (2005). The Effect of Corporate Governance Practices on Company Market Valuation and Payout Policy in Chile. Inter-American Development Bank , Working Paper No. 515.
- Leuz, C., Nanda, D. y Wysocki, P. (2003). Investor Protection and Earnings Management: An international Comparison. *Journal of Financial Economics* , 69, 505-527.
- Lim, S., Matolcsy, Z. y Chow, D. (2007). The Association between Board Composition and Different Types of Voluntary Disclosure. *European Accounting Review* , 16 (3), 555-583.
- Lopes, P. y Rodrigues, L. (2007). Accounting for Financial Instruments: An Analysis of the Determinants of Disclosure in the Portuguese Stock Exchange. *International Journal of Accounting* , 42 (1), 25-56.
- Makhija, A. y Patton, J. (2004). The Impact of Firm Ownership Structure on Voluntary Disclosure: Empirical Evidence from Czech Annual Reports. *The Journal of Business* (77), 457-491.
- Matoussi, H. y Jardak, M. (2012). International Corporate Governance and Finance: Legal, Cultural and Political Explanations. *The International Journal of Accounting* , 47 (1), 1-43.
- McKinnon, J. L. y Dalimunthe, L. (1993). Voluntary Disclosure of Segment Information by Australian Diversified Companies. *Accounting and Finance* , 33 (1), 33-50.
- McMullen, D. y Raghunandan, K. (1996). Enhancing Audit Committee Effectiveness. *Journal of Accountancy* , 182, 79-81.
- Miller, T. y Triana, M. (2009). Demographic Diversity in the Boardroom: Mediators of the Board Diversity–Firm Performance Relationship. *Journal of Management Studies* , 46 (5), 755–786.
- Nagar, V., Nanda, D. y Wysocki, P. (2003). Discretionary Disclosure and Stock-Based Incentives. *Journal of Accounting and Economics* , 34 (2), 283-309.
- Neter, J., Kutner, M. H., Nachtsheim, C. J. y Wasserman, W. (1989). *Applied Linear Regression Models*. Chicago: Irwin. Third Edition.
- OCDE. (1999). *Principios de la OCDE para el Gobierno de las Sociedades*. París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.
- Owusu-Ansah, S. (1998). The Impact of Corporate Attributes on the Extent of Mandatory Disclosure and Reporting by Listed Companies in Zimbabwe. *The International Journal of Accounting* , 33 (5), 605–631.
- Pham, P., Suchard, J. y Zein, J. (2011). Corporate Governance and Alternative Performance Measures: Evidence from Australian Firms. *Australian Journal of Management* , 36 (3), 371-386.
- Prencipe, A. (2004). Proprietary Costs and Determinants of Voluntary Segment Disclosure: Evidence from Italian Listed Companies. *European Accounting Review*, 13 (2), 319-340.
- Rouf, A. (2011). Corporate Characteristics, Governance Attributes and the Extent of Voluntary Disclosure in Bangladesh. *African Journal of Business Management* , 5 (19), 7836-7845.

- Salter, S. (1998). Corporate Financial Disclosure in Emerging Markets: Does Economic Development Matter? *International Journal of Accounting* , 33 (2), 211-234.
- Samaha, K. y Dahawy, K. (2011). An Empirical Analysis of Corporate Governance Structures and Voluntary Corporate Disclosure in Volatile Capital Markets: The Egyptian Experience. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation* , 7 (1-2), 61-93.
- Samaha, K., Dahawy, K., Hussainey, K. y Stapleton, P. (2012). The Extent of Corporate Governance Disclosure and its Determinants in a Developing Market: The case of Egypt. *Advances in Accounting* , 28 (1), 168-178.
- Selby, C. (2000). From Male Locker Room to Co-Executive Director Boardroom: A Twenty-Five Year Perspective. R.J. Burke y M.C. Mattis (eds.) *Women on Corporate Boards of Directors* , 97-109.
- Shan, Y. G. y Mclver, R. P. (2011). Corporate Governance Mechanisms and Financial Performance in China: Panel Data Evidence on Listed Non Financial Companies. *Asia Pacific Business Review* , 17 (3), 301-324.
- Simnett, R., Vanstraelen, A. y Fong Chua, W. (2009). Assurance on Sustainability Reports: An International Comparison. *The Accounting Review* , 84 (3), 937-967.
- Simon, S. y Wong, K. S. (2001). A Study of the Relationship between Corporate Governance Structures and the Extent of Voluntary Disclosure. *Journal of International Accounting y Taxation* , 10 (2), 139-156.
- Smith, J., Adhikari, A. y Tondkar, R. (2005). Exploring Differences in Social Disclosures Internationally: A Stakeholder Perspective. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24 (2), 123–151.
- Steier, L. (2009). Familiar Capitalism in Global Institutional Contexts: Implications for Corporate Governance and Entrepreneurship in East Asia. *Asia Pacific Journal of Management* , 26 (3), 513–535.
- Tengamnuay, K. y Stapleton, P. (2009). The Role of the Audit Committee in Thailand: A Mature Monitoring Mechanism or an Evolving Process? *Journal of Management and Governance* , 13 (3), 131-161.
- Torchia, M., Calabró, A. y Huse, M. (2011). Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass. *Journal of Business Ethics* , 102 (2), 299-317.
- Vander Bauwhede, H. y Willekens, M. (2008). Disclosure on Corporate Governance in the European Union. *Corporate Governance: An International Review* , 16 (2), 101-115.
- Wallace, R. y Naser, K. (1995). Firm Specific Determinants of Comprehensiveness of Mandatory Disclosure in the Corporate Annual Reports of Firms on the Stock Exchange of Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy* , 14 (4), 311-368.
- Watts, R. y Zimmerman, J. (1986). *Positive Accounting Theory*. New York: Prentice Hall.
- Weisberg, S. (1985). *Applied Linear Regression*. New York: Wiley. 2nd Edition.
- Willekens, M., Vander Bauwhede, H., Gaeremynck, A. y Van de Gucht, L. (2005). Internal and External Governance and the Voluntary Disclosure of Financial and non Financial Performance. 15th National BAA Auditing SIG conference, (págs. 1-31).
- Xiao, J., Yang, H. y Chow, C. (2004). The Determinants and Characteristics of Voluntary Internet-Based Disclosures by Listed Chinese Companies. *Journal of Accounting and Public Policy* , 23 (3), 191-225.