

**CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN Y PERFORMANCE  
DE LA EMPRESA: EFECTO DE LA PERTENENCIA  
A MÚLTIPLES CONSEJOS**

**FÉLIX J. LÓPEZ ITURRIAGA  
IGNACIO MORRÓS RODRÍGUEZ**

**FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS  
DOCUMENTO DE TRABAJO  
Nº 659/2011**

De conformidad con la base quinta de la convocatoria del Programa de Estímulo a la Investigación, este trabajo ha sido sometido a evaluación externa anónima de especialistas cualificados a fin de contrastar su nivel técnico.

ISSN: 1988-8767

La serie **DOCUMENTOS DE TRABAJO** incluye avances y resultados de investigaciones dentro de los programas de la Fundación de las Cajas de Ahorros.

Las opiniones son responsabilidad de los autores.

# Consejos de administración y *performance* de la empresa: efecto de la pertenencia a múltiples consejos \*

Félix J. López Iturriaga\*\*  
Ignacio Morrós Rodríguez

## Resumen:

En el presente trabajo estudiamos la influencia sobre la *performance* de la empresa del número de consejos de administración a que pertenecen sus consejeros independientes para todas las empresas cotizadas españolas en cada año del período comprendido entre 2007 y 2009. Nuestros resultados ponen de manifiesto una relación no lineal como consecuencia de un efecto reputación y un efecto dedicación. En un primer estadio domina el efecto reputación, pues la pertenencia a un número mayor de consejos evidencia mejor capacidad del consejero y mayores incentivos para cumplir sus cometidos, con el consiguiente efecto positivo sobre la *performance* de la empresa. Sin embargo, alcanzado un cierto umbral (entre los cuatro o cinco consejos), domina el efecto dedicación, pues los consejeros no puede atender adecuadamente sus crecientes obligaciones, con la consiguiente disminución de la *performance*. También detectamos una influencia no lineal del número de reuniones a que asisten los consejeros independientes, lo que sugiere la existencia de economías de escala en la preparación de las reuniones.

**Palabras clave:** consejeros independientes, consejos de administración, *performance* de la empresa, gobierno corporativo, reuniones.

**Clasificación JEL/JEL Codes:** G34

---

\* Los autores desean agradecer los comentarios y sugerencias de Juan Antonio Rodríguez, Carmen Antón, Isabel Prieto, Isabel Acero, Fernando Tejerina y Nuria Reguera, y la financiación del Ministerio de Ciencia e Innovación (proyecto ECO2011-29144-C03-01). Todos los errores son responsabilidad única de los autores.

\*\* Autor de contacto: Facultad de CC. Económicas y Empresariales. Universidad de Valladolid. Avda. Valle del Esgueva 6; 47011 Valladolid. Tel: +34 983 184 395. Fax: +34 983 423 899. flopez@eco.uva.es

## 1. INTRODUCCIÓN

El consejo de administración (CA en adelante) constituye un órgano clave de gobierno corporativo (Jensen, 1993; Olivencia, 2004), habiendo dedicado los tres códigos de buen gobierno publicados en nuestro país una atención preferente a promover su adecuado funcionamiento (Código Olivencia, Informe Aldama y el Código Unificado de Buen Gobierno). Dichos textos coinciden en encomendar prioritariamente al CA una “*función general de supervisión*” (Olivencia, 1998), que se traduce tanto en la supervisión y control de la dirección como en la aprobación de la estrategia corporativa (CNMV, 2006). Podría afirmarse que el perfil ideal del CA sugerido en tales códigos incluye un tamaño intermedio -evitando consejos sobredimensionados y consejos excesivamente reducidos-, una presencia mayoritaria de consejeros externos a la dirección, una adecuada periodicidad de reuniones, una delegación de trabajo en comisiones especializadas y una estructura de remuneración acorde con sus responsabilidades (Aldama, 2003).

La literatura académica se ha hecho eco de la importancia del CA, siendo numerosas las investigaciones al respecto, aunque no siempre se hayan alcanzado resultados concluyentes (Adams et al., 2010; Dalton y Dalton, 2011; García Meca y Sánchez Ballesta, 2009). El enfoque adoptado por la investigación ha subrayado frecuentemente la labor de control de la dirección, relegando a un segundo plano otros cometidos (Crespí y Gispert, 2003; Fernández et al., 1998; Mínguez y Martín Ugedo, 2005). Sin embargo, tanto el entorno académico como el profesional han reconocido en fechas recientes la función de asesoramiento y de diseño de estrategias (Acero y Alcalde, 2010; García Olalla y García Ramos, 2011; Gutiérrez Calderón et al., 2000). Así, Anderson et al. (2007) muestran que los consejeros son cada vez más conscientes de la redefinición de su función, asumiendo labores de colaboración con la dirección. Un excesivo énfasis en la tarea de supervisión puede ir en detrimento de la tarea de asesoramiento, con los consiguientes efectos negativos para la *performance* de la empresa (Adams y Ferreira, 2007; Faleye et al., 2011).

Este nuevo enfoque supone una reorientación del modelo teórico subyacente, de modo que la teoría de la agencia se ve complementada con aportaciones de la economía *comportamental* y de la teoría *stewardship* (Charreaux, 2005; Davis et al., 1997). En este contexto, los problemas de conflicto de intereses y de reparto de recursos dejan paso a

problemas de coordinación entre agentes y de creación de conocimiento (van Ees et al., 2009).

En consecuencia, el estudio de los CA bascula hacia el análisis de las capacidades y conocimientos de los consejeros, campo en el cual se inscribe el efecto de la pertenencia a múltiples CA. Dicho efecto obedece a una doble dirección de causalidad. Por una parte, la pertenencia a numerosos CA tiene un componente de reputación, ya que la capacidad acreditada de un consejero para aportar a la empresa ideas y conocimientos de interés desembocará en mayor demanda de sus servicios como consejero independiente. Además, el deseo de los consejeros de preservar la reputación que les ha llevado a formar parte de varios CA constituye un incentivo para el cumplimiento de sus cometidos, incidiendo positivamente sobre la *performance* de la empresa (Masulis y Mobbs, 2011; Sharma, 2011). Sin embargo, formar parte de un excesivo número de consejos puede ir en detrimento de su *performance* al verse obligado a repartir su tiempo entre empresas –y posiblemente sectores- de diversa índole.

Las investigaciones previas, centradas básicamente en el mercado estadounidense, parecen apoyar ambas explicaciones. La evidencia aportada por Ferris et al. (2003) indica que la pertenencia de un consejero a varios consejos no afecta a su capacidad de supervisión, lo que lleva a estos autores a postularse en contra de limitar el número de CA en los que un mismo consejero puede intervenir. Por el contrario, según Fich y Shivdasani (2006), las empresas cuyos consejeros externos pertenecen, al menos, a tres CA muestran peores indicadores de *performance* y de gobierno corporativo.

Nuestro trabajo se inscribe en esta línea de investigación pues analizamos el efecto sobre el valor de la empresa de la pertenencia de sus consejeros independientes a múltiples CA. Con ello pretendemos profundizar en la 26ª recomendación del Código Unificado de Buen Gobierno, que aconseja a las empresas “*que establezcan reglas sobre el número de consejos de los que puedan formar parte sus consejeros*” (CNMV, 2006). Otra manifestación del interés que despierta esta cuestión es la consulta pública emitida por la Comisión Europea el pasado 27 de abril acerca del borrador sobre el marco legal del gobierno corporativo en la Unión Europea (Comisión Europea, 2011). Ese documento

plantea explícitamente el debate acerca de la posible limitación legal del número de CA a los que un consejero no ejecutivo podría pertenecer<sup>1</sup>.

En una línea similar, los informes de la Fundación de Estudios Financieros (2009, 2010 y 2011) para el caso español y de la consultora *Watson Wyatt* en un entorno internacional documentan una tendencia global por parte de los inversores institucionales a exigir un incremento de la representación de los consejeros independientes, y a limitar tanto la duración de su mandato como el número de CA en los que participan, incluso en ausencia de normas legales que así lo prescriban (Teen y Teo, 2009). Es probable que tales hechos, junto con las crecientes responsabilidades legales impuestas a los consejeros (Aldama, 2003), la mayor implicación que estos muestran en su tarea y la conciencia que van adquiriendo de los riesgos asumidos en su trabajo (especialmente en términos de reputación) desemboquen en una mayor demanda de consejeros independientes y en una selección más restrictiva por parte de los mismos de los CA en los que participarán.

Los resultados de nuestra investigación, basados en el estudio de todas las empresas no financieras cotizadas en el mercado continuo español en cada año del período comprendido entre 2007 y 2009, ponen de manifiesto la existencia de una relación no lineal entre la *performance* de la empresa y el promedio de CA a que pertenecen sus consejeros independientes. En un primer estadio dominaría el *efecto reputación*, con una relación positiva entre ambas variables. Sin embargo, alcanzado un cierto umbral (nuestros resultados sugieren que se sitúa entre los cuatro o cinco CA de empresas cotizadas), dominaría un *efecto dedicación*, de modo que el consejero no puede atender adecuadamente las obligaciones resultantes de un número elevado de CA. También hemos detectado una relación no lineal (en este caso en forma de U) entre el promedio de reuniones a las que anualmente asiste un consejero y la *performance* de la empresa. Esta relación sugiere la existencia de economías de escala en la preparación de las reuniones.

El trabajo se estructura en cinco epígrafes. Tras la introducción, en el segundo de ellos realizamos un repaso de la literatura más relevante. La descripción de la muestra

---

<sup>1</sup> La fase de consulta pública finalizó el 22 de julio de 2011 y, aunque todavía la Comisión Europea no ha publicado oficialmente las respuestas recibidas, ha existido una clara disparidad de opiniones entre algunas de las instituciones que han respondido a dicha consulta como son *European Citizens' Seminars*, *Komitéen for god Selskabsledelse* o *Association for Financial Markets in Europe*.

objeto de estudio así como la presentación de la metodología y de las variables utilizadas para el análisis constituyen el contenido del tercer epígrafe, mientras que en el cuarto expondremos los resultados obtenidos. El trabajo finaliza con un apartado en el que se exponen las conclusiones alcanzadas.

## **2. REVISIÓN TEÓRICA**

Son diversos los aspectos de los CA cuya incidencia sobre el valor de la empresa ha sido objeto de investigación en los últimos años, pudiendo citarse, como ejemplo, el efecto de su tamaño, su estructura de comisiones o su funcionamiento interno (Andrés y Vallelado, 2008; Fernández y Arrondo, 2007; John y Senbet, 1998; Reeb y Upadhyay, 2010; Rodríguez Gutiérrez, 2006; Vafeas, 1999). Quizás el aspecto al que más atención se ha prestado ha sido la independencia del consejo. Sin embargo, a pesar de la postura unánime de los códigos de buen gobierno y una cierta presión regulatoria en favor de una mayor presencia de consejeros independientes, la literatura no ha llegado a resultados concluyentes (Bhagat y Black, 2001; Bøhren y Strøm, 2010; Brick y Chidambaran, 2010; Choi et al., 2007; Dalton y Dalton, 2011; Fahlenbrach et al., 2010; Monterrey y Sánchez, 2008b; Young et al., 2008).

Esta ausencia de una evidencia empírica concluyente sobre el efecto de la independencia del CA puede atribuirse a varios motivos, entre los que cabe citar: 1) una inadecuada definición de la independencia (Hwang y Kim, 2009); 2) la endogeneidad o posibilidad de que la composición del consejo responda a factores no considerados hasta ese momento (Adams et al., 2010); 3) una visión incompleta de la función de los consejos (Anderson et al., 2007); o 4) la necesidad de acometer su estudio conjugando varios niveles de análisis (Dalton y Dalton, 2011; Pugliese et al., 2009).

El enfoque que adoptamos en el presente trabajo tiene en consideración estos motivos pues abordamos el estudio de los factores que pueden incidir en la capacidad de los consejeros independientes para realizar una adecuada tarea de supervisión y asesoramiento en un entorno multinivel, conjugando el análisis individual de cada consejero con el análisis corporativo de la empresa a cuyo CA pertenece. Asimismo, como expondremos en la sección dedicada al análisis empírico, tomamos las cautelas necesarias para que la posible endogeneidad no sesgue nuestros resultados.

Partimos para ello de la destacada función realizada por los consejeros independientes. El Código Unificado de Buen Gobierno los define como aquellos consejeros que “*pueden desempeñar sus funciones sin verse condicionados por relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos*” (CNMV, 2006). Desde la perspectiva de supervisión directiva, la importancia de la tarea encomendada a dichos consejeros se debe a la ausencia de vínculos con otros partícipes de la empresa que puedan condicionar su labor. Por el contrario, una visión más amplia de las funciones del CA requiere también una concepción diferente de la labor de los consejeros independientes (Jonnergård y Stafsudd, 2011; Kim et al., 2009). Así lo ponen de manifiesto Brick y Chidambaran (2010), quienes documentan que la creación de valor a la que conduce un CA más eficiente no se debe a su función de supervisión sino principalmente a la capacidad de asesoramiento de sus miembros independientes. En la misma línea, Coles et al. (2008) y Guest (2008) encuentran que los CA de las empresas con mayor necesidad de asesoramiento cuentan con una mayor proporción de consejeros independientes.

En esta tarea de creación de capital social despunta una nueva visión de la independencia de los consejeros basada en un enfoque cognitivo (Barroso et al., 2011; Guieu y Meschi, 2008; Pugliese et al., 2009) en la que la información y los conocimientos de los consejeros, las relaciones que poseen tanto fuera como dentro de la empresa, y los recursos que son capaces de movilizar constituyen un activo estratégico para la empresa (Duchin et al., 2011; Kim y Cannella, 2008). De este modo, los consejeros independientes no sólo actúan como supervisores más imparciales de la gestión directiva sino que incorporan a las discusiones del CA nuevos puntos de vista y aportan relaciones con otras empresas e instituciones. La contribución a la creación de valor de dichos consejeros dependerá críticamente de sus capacidades y, como parece obvio, del tiempo y del esfuerzo que puedan dedicar a la preparación de las reuniones (Fahlenbrach et al., 2010). Surge así la cuestión relativa a la pertenencia de los mismos a múltiples CA, debate que constituye la columna vertebral de nuestra investigación. Las respuestas que la literatura ha dado a esta cuestión son variadas y pivotan en torno a dos explicaciones: el *efecto reputación* y el *efecto dedicación*.

Los seminales trabajos de Fama (1980) y Fama y Jensen (1983) introdujeron la noción del capital reputacional de los miembros del CA, concepto con el que se trataba de designar la aportación al valor de la empresa de los consejeros externos mediante su

prestigio, visibilidad y relaciones. De acuerdo con esta idea, aquellos consejeros con mayor capital reputacional recibirán un mayor número de invitaciones a participar en CA. Dicho de otro modo, el número de CA a los que pertenece un consejero independiente dependerá de su reputación y de sus capacidades. Así lo han demostrado Cook y Wang (2011), autores que observan que la rentabilidad generada por los consejeros pertenecientes a múltiples consejos se debe a su mayor capacidad de creación de valor y no a su acceso a mejor información.

En consecuencia, según esta hipótesis de reputación, cuanto mayor sea el número de consejos en los que un consejero esté presente, mejor será su reputación y, probablemente, mayores serán sus incentivos para crear valor en la empresa (Sarkar y Sarkar, 2009). En apoyo de esta explicación Ferris et al. (2003) encuentran que los consejeros que pertenecen a más CA participan más frecuentemente en las comisiones delegadas y asisten con más asiduidad a las reuniones. También documentan un rendimiento positivo de las acciones de las empresas que anuncian la incorporación de consejeros que ya participaban en otros consejos. Asimismo, está comprobada la relación positiva existente entre la presencia de consejeros pertenecientes a múltiples consejos y el rendimiento de las operaciones de fusiones y adquisiciones (Harris y Shimizu, 2004).

Sin embargo, la pertenencia a un número excesivo de CA podría limitar la dedicación de los consejeros y redundar negativamente en el valor de la empresa. Fich y Shivdasani (2006) observan que las empresas en las que la mayor parte de los consejeros pertenecen, al menos, a tres consejos presentan peores indicadores de rentabilidad y de gobierno corporativo. Estos resultados son coherentes con los trabajos de Core et al. (1999) y de Shivdasani y Yermack (1999). Asimismo, las empresas con consejeros pertenecientes a múltiples CA experimentan un rendimiento anormal positivo cuando alguno de dichos consejeros abandona la empresa. En la misma línea, Jackling y Johl (2009) encuentran que la existencia de consejeros pertenecientes a múltiples CA se relaciona negativamente con la *performance* de la empresa. En el mercado estadounidense se ha comprobado que el efecto marginal del nombramiento de un consejero para un CA adicional es decreciente y llega a ser negativo al superar los tres CA (Masulis y Mobbs, 2011). También Sharma (2011) observa que la remuneración a los accionistas en forma de dividendos es significativamente menor en aquellas empresas cuyos consejeros pertenecen a un número considerable de CA.

Por consiguiente, podríamos afirmar que el efecto sobre la *performance* de la empresa de la pertenencia de sus consejeros a múltiples CA es una cuestión empírica, existiendo argumentos tanto a favor de una relación positiva (efecto reputación) como negativa (efecto dedicación). Cabría, incluso, una combinación de ambos efectos, con un dominio inicial del efecto reputación hasta un cierto umbral, a partir del cual la acumulación de un número excesivo de CA invertiría el signo de la relación.

Una pregunta estrechamente vinculada a la anterior es el modo como se canaliza la información y los conocimientos de los consejeros externos. Como muestran Ravina y Sapienza (2009), los consejeros pertenecientes al comité de auditoría y que asisten con mayor regularidad a las reuniones del CA logran mejores rendimientos personales. En consecuencia, parece oportuno plantearnos la dedicación de los consejeros no sólo en términos del número de CA a los que pertenecen sino también de la frecuencia con que participan en las reuniones.

La relación entre número de reuniones del CA y *performance* de la empresa reviste cierta complejidad dada la dualidad proactividad/reactividad que puede guiar el funcionamiento del mismo (Brick y Chidambaran, 2010; Jackling y Johl, 2009; Vafeas, 1999). Por eso conviene centrarse en el efecto del promedio de reuniones a que asisten los consejeros dejando de lado el impacto sobre el valor de la empresa del número de reuniones de su consejo. De esta manera, combinamos el análisis en los niveles personal y corporativo como recomienda la literatura (Dalton y Dalton, 2011; Pugliese et al., 2009).

A este respecto, pueden ofrecerse igualmente dos explicaciones opuestas. De un lado, la asistencia a un mayor número de reuniones genera oportunidades más frecuentes de asesoramiento, supervisión y aplicación de los conocimientos de los consejeros. Desde esta perspectiva, debería existir una relación positiva entre el número de reuniones a las que asiste un consejero y la *performance* de la empresa. Por el contrario, la proliferación del número de reuniones se traduce en una menor dedicación a las mismas, efecto que puede verse acentuado cuanto mayor es la variedad de los CA a los que se pertenece (Jiraporn et al., 2009). Al igual que en el caso anterior, sería también posible aventurar una relación no lineal de la *performance* de la empresa con el número de reuniones a las que asiste cada consejero, combinando la menor dedicación a cada reunión con unas economías de escala en la preparación de las mismas.

### 3. MÉTODO, MUESTRA Y VARIABLES

#### 3.1. Método

Nuestro análisis empírico combina una vertiente descriptiva con otra explicativa. Comenzamos con un análisis descriptivo en el que exponemos las principales características de la muestra, tanto en lo relativo a la participación de los consejeros como las características económico-financieras de las empresas estudiadas. En una segunda fase procedemos al contraste del modelo explicativo mediante un análisis de regresión, al que se añade un análisis de sensibilidad o robustez.

Dada la dimensión temporal de nuestra muestra, desarrollamos el análisis explicativo mediante dos técnicas de regresión. En primer lugar, la combinación de series temporales con cortes transversales nos permite la formación de un panel y, por tanto, su estimación con la correspondiente técnica de datos de panel. Un elemento inherente a la especificación del panel de datos es el término de efectos fijos que recoge las características propias de cada empresa, evitando el sesgo de omisión y proporcionando estimaciones más eficientes. No se debe olvidar que el término de efectos fijos es un efecto inobservable y, en consecuencia, queda subsumido dentro de la perturbación aleatoria. En estos casos es importante discernir el tipo de relación entre el elemento de efectos fijos y las demás variables explicativas, pues esa misma relación se establecerá entre las variables explicativas y la perturbación aleatoria. La existencia de tal correlación se prueba mediante el test de Hausman, que contrasta la hipótesis nula de ausencia de correlación entre las variables independientes y el término de efectos fijos<sup>2</sup>. De ahí que en las tablas 5, 7, 9 y 10 proporcionemos el valor de dicho test como forma de medir la conveniencia del procedimiento de estimación elegido.

Además de las estimaciones con datos de panel, hemos realizado también un análisis de regresión mediante el procedimiento de mínimos cuadrados ordinarios dada la escasa dimensión temporal de la muestra. Aunque este método proporciona estimaciones menos eficientes, puede servir como contraste de la robustez de los resultados obtenidos mediante el análisis de datos de panel. Las estimaciones obtenidas utilizando ambos modelos son robustas en el sentido de evitar posibles problemas de heterocedasticidad.

---

<sup>2</sup> Dicho test sigue una distribución chi-cuadrado con tantos grados de libertad como coeficientes estimados. En caso de que exista correlación se hace preciso eliminar el término de efectos fijos, para lo cual se emplea el método intra-grupos. De lo contrario, se utilizan estimaciones con efectos aleatorios.

A fin de profundizar en la robustez de los resultados presentamos una sub-sección de análisis de la sensibilidad. En las investigaciones sobre gobierno corporativo es frecuente plantearse la endogeneidad o posibilidad de que algunos rasgos de gobierno corporativo puedan estar afectados por la *performance* o por el valor de la empresa (Coles et al., 2008; Demsetz y Lehn, 1985; Hermalin y Weisbach, 1988). Para tratar adecuadamente dicha endogeneidad realizaremos dos análisis complementarios. En primer lugar, procederemos a incorporar un periodo de retardo en las variables explicativas de gobierno corporativo (Hermalin y Weisbach, 1991; Coles et al., 2008). En segundo lugar, estimaremos un conjunto de ecuaciones simultáneas con las que tratamos de explicar conjuntamente el valor o *performance* de la empresa y la pertenencia de sus consejeros independientes a otros CA (Bhagat y Black, 2001; Cho, 1998; Thomsen et al., 2006).

### **3.2. Muestra**

La muestra inicial está formada por todas las empresas no financieras que cotizaban en el mercado continuo español a 31 de diciembre de 2009. De las 127 empresas cotizadas hemos excluido los bancos, puesto que se hallan sujetos a la regulación específica de dicho sector y bajo la supervisión adicional del Banco de España u otras autoridades monetarias. Se han excluido otras nueve empresas de las cuales no pudo obtenerse información en los registros públicos y también se han eliminado las observaciones con valor negativo de sus recursos propios. Se ha recopilado información económico-financiera y de gobierno corporativo de todas las empresas disponibles entre 2007 y 2009 hasta conformar una muestra de 311 observaciones como se detalla en la Tabla 1. No obstante, la elevada dispersión de algunas variables ha aconsejado la eliminación de valores atípicos como se explicará más adelante. La composición de la muestra se ajusta bastante a la estructura sectorial de la Bolsa de Madrid, con un predominio de las empresas de los sectores de *Materiales básicos, industria y construcción* o de *Bienes de consumo* y una menor representación de las empresas del sector de *Tecnología y Comunicaciones*.

**Tabla 1: Composición sectorial de la muestra**

Distribución anual y sectorial de las empresas incluidas en la muestra.

	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Petróleo y energía	11	11	11
Materiales básicos, industria y construcción	28	30	29
Bienes de consumo	28	27	28
Servicios de consumo	13	16	14
Servicios financieros e inmobiliarios	15	16	17
Tecnología y comunicaciones	6	5	6
<b>Muestra total</b>	<b>101</b>	<b>105</b>	<b>105</b>

La recopilación de la información necesaria ha requerido la consulta de tres tipos de fuentes. En primer lugar, la relación de empresas objeto de estudio, su distribución sectorial y los datos sobre su valor de mercado se han obtenido de la página web de la Bolsa de Madrid. En segundo lugar, la información económico-financiera de cada empresa se ha obtenido de la base de datos *Amadeus*, comercializada por *Bureau van Dijk Electronic Publishing*, de frecuente uso en las universidades y la comunidad académica española. En tercer lugar, los datos relativos al CA de las empresas analizadas (número de consejeros, identidad de los consejeros independientes, pertenencia a otros consejos, número de reuniones, etc.) se han obtenido de los correspondientes informes de gobierno corporativo disponibles en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La obtención de esta última información ha requerido un esfuerzo especial, pues cada año se ha consultado manualmente el informe de gobierno corporativo de todas las empresas cotizadas, se ha identificado los CA a que pertenece cada consejero independiente de cada empresa y se ha calculado el número de reuniones a las que ha asistido en todos los CA a los que pertenece.

### **3.3. Variables**

Dado que tratamos de comprobar el efecto sobre la *performance* de la empresa de la pertenencia de los consejeros independientes a varios CA, nuestra variable dependiente es un indicador de *performance* o creación de valor. De acuerdo con investigaciones anteriores (Coles et al., 2008; Ferris et al., 2003; Fich y Shivdasani, 2006), utilizaremos como variable dependiente el ratio entre el valor de mercado de los capitales

propios y su valor contable o ratio *market-to-book* (MTB). Además, como se indicó anteriormente, para constatar la robustez de nuestros resultados, utilizaremos como variable dependiente adicional la rentabilidad económica o rentabilidad de los activos (ROA).

En cuanto a las variables explicativas, hemos definido cuatro variables relativas al CA. La principal variable es el número medio de CA a que pertenecen los consejeros independientes de la empresa (CONSEJOS). Para cada empresa y cada año se calcula como el promedio del número de CA diferentes (excluido el CA de la propia empresa) en los que está presente cada consejero independiente. En segundo lugar hemos calculado el número medio de reuniones a las que, en cada año, han asistido los consejeros independientes (REUNIONES). En este caso, puesto que el CA de cada empresa se reúne con distinta periodicidad, la variable REUNIONES incluye también el número de reuniones del consejo de la empresa considerada. De modo análogo al anterior, esa variable es el promedio del número de reuniones a las que ha asistido cada consejero independiente. Cuando la posibilidad de efectos no lineales ha requerido introducir una especificación cuadrática de las variables, hemos construido las variables CONSEJOS<sup>2</sup> y REUNIONES<sup>2</sup>.

Hemos introducido dos variables adicionales relativas al CA: su tamaño (TAMAÑO) -calculado como el número total de consejeros- y su grado de independencia (INDEP) -definido como la proporción de consejeros independientes-. Aunque el efecto del tamaño y la independencia no constituyen el objetivo central de nuestro trabajo, parece oportuno tener en cuenta ambos factores en el análisis de robustez (Prado et al., 2009).

Las otras dos variables de control utilizadas han sido el nivel de endeudamiento (DEUDA), definido como el cociente entre el valor contable de la deuda total (a corto y a largo plazo) y el valor contable de los fondos propios, y el tamaño de la empresa (ACTIVO), calculado como el logaritmo del valor total de sus activos (Monterrey y Sánchez, 2008a). Asimismo, puesto que el valor de mercado de la empresa puede estar afectado por su rentabilidad, incluiremos ROA como variable explicativa en las estimaciones cuya variable dependiente sea MTB. También hemos introducido variables dicotómicas anuales y sectoriales como se detalla en la Tabla 1. La dispersión de algunas variables, especialmente de ROA y MTB –posiblemente debida a la variación en la

coyuntura económica de los años estudiados-, ha sugerido la eliminación de las observaciones que rebasaban los percentiles 5 y 95 de las variables consideradas.

El modelo empleado se recoge a continuación, pudiendo sustituir la variable dependiente MTB por la rentabilidad económica (ROA). El subíndice  $i$  identifica el individuo y el subíndice  $t$  indica el periodo.  $\eta_i$  es el término de efectos fijos y  $\varepsilon_i$  la perturbación aleatoria de cada observación. A dicho modelo también incorporamos variables dicotómicas anuales y sectoriales. En un segundo paso de análisis, sustituiremos el número de CA por el número de reuniones, a fin de comprobar el efecto de este último factor (modelo [2]).

$$MTB_{it} = \alpha + \beta_1 \cdot CONSEJOS_{it} + \beta_2 \cdot CONSEJOS_{it}^2 + \beta_3 \cdot ROA_{it} + \beta_4 \cdot DEUDA_{it} + \beta_5 \cdot ACTIVO_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

$$MTB_{it} = \alpha + \beta_1 \cdot REUNIONES_{it} + \beta_2 \cdot REUNIONES_{it}^2 + \beta_3 \cdot ROA_{it} + \beta_4 \cdot DEUDA_{it} + \beta_5 \cdot ACTIVO_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad [2]$$

## 4. RESULTADOS

### 4.1. Análisis descriptivo

La Tabla 2 presenta los estadísticos descriptivos básicos de las principales variables del modelo. Como puede observarse, por término medio, los consejeros independientes de las empresas de la muestra participan en 0,7 consejos además del propio, asistiendo a algo más de diez reuniones al año.

**Tabla 2: Estadísticos descriptivos de la muestra**

Media, desviación típica y cuartiles de las principales variables utilizadas. MTB es el cociente entre valor de mercado y valor contable de los capitales propios, ROA es la rentabilidad bruta de los activos, CONSEJOS es el promedio de consejos a que pertenece un consejero independiente, REUNIONES es el promedio de reuniones a que asiste anualmente, ACTIVO es el logaritmo de su activo total, DEUDA es el cociente entre deuda total y recursos propios, TAMAÑO es el número de miembros del consejo de administración e INDEP es la proporción de consejeros independientes.

Variables	Media	Desv.Típica	Q25	Q50	Q75
MTB	2,750	3,510	1,040	1,700	2,982
ROA	0,062	0,110	0,020	0,083	0,203
CONSEJOS	0,732	1,161	0,000	0,500	1,000
REUNIONES	10,508	4,834	7,813	11,000	12,883
TAMAÑO	11,235	3,633	9,000	10,000	13,000
INDEP	0,337	0,173	0,250	0,325	0,440
ACTIVO	21,014	1,898	19,432	20,827	22,196
DEUDA	3,172	5,344	0,982	1,848	3,458

En la Tabla 3 recogemos los coeficientes de correlación entre las principales variables del modelo. Aunque los valores de dichos coeficientes no son muy elevados (con la excepción de la relación entre tamaño del consejo y tamaño de la empresa), hemos calculado el factor de inflación de varianza (VIF) para comprobar la ausencia de multicolinealidad en nuestras estimaciones.

**Tabla 3: Matriz de correlaciones**

Coefficientes de correlación entre las principales variables utilizadas. MTB es el cociente entre valor de mercado y valor contable de los capitales propios, ROA es la rentabilidad bruta de los activos, CONSEJOS es el promedio de consejos a que pertenece un consejero independiente, REUNIONES es el promedio de reuniones a que asiste anualmente, ACTIVO es el logaritmo de su activo total, DEUDA es el cociente entre deuda total y recursos propios, TAMAÑO es el número de consejeros e INDEP es la proporción de consejeros independientes.

	MTB	CONSEJOS	REUNIONES	TAMAÑO	INDEP	ROA	DEUDA
CONSEJOS	-0,005						
REUNIONES	0,001	0,228					
TAMAÑO	-0,075	-0,034	0,071				
INDEP	0,001	0,101	0,288	-0,085			
ROA	0,124	0,191	0,124	0,018	0,101		
DEUDA	0,115	-0,060	0,090	0,192	-0,122	0,032	
ACTIVO	-0,082	0,088	0,190	0,634	0,155	0,108	0,389

Dada la escasez de publicaciones sobre la participación de consejeros en varios CA de empresas españolas, parece conveniente proporcionar información adicional. Por este motivo, en la Tabla 4 recogemos los valores medios de nuestras dos principales variables explicativas (CONSEJOS y REUNIONES) desglosados por años y por sectores de actividad, así como el correspondiente análisis de la varianza (ANOVA). Como podemos observar, existe entre los consejeros independientes una tendencia a lo largo del tiempo a pertenecer a un número superior de consejos y a asistir a un mayor número de reuniones, si bien el ANOVA indica que sólo estas últimas resultan significativamente distintas de un año a otro. Por lo que se refiere a la segmentación en función del sector, aunque existen pequeñas diferencias entre los mismos, el ANOVA indica que tales diferencias no presentan significación estadística.

**Tabla 4: Análisis de la varianza (ANOVA)**

Comparación de medias de las variables CONSEJOS y REUNIONES entre años y sectores de actividad. CONSEJOS es el promedio de consejos a que pertenece un consejero independiente y REUNIONES es el promedio de reuniones a que asiste anualmente. \* denota un nivel de confianza del 90%, \*\* del 95% y \*\*\* del 99%.

	CONSEJOS	REUNIONES		CONSEJOS	REUNIONES
2007	0,662	9,339	Sector 1	0,769	11,828
2008	0,703	11,007	Sector 2	0,684	9,566
2008	0,757	11,666	Sector 3	0,730	10,050
			Sector 4	0,682	10,379
			Sector 5	0,472	11,694
			Sector 6	0,756	11,414
<b>ANOVA</b>	<b>0,20</b>	<b>6,00***</b>	<b>ANOVA</b>	<b>0,25</b>	<b>1,39</b>

## 4.2. Análisis explicativo

La Tabla 5 presenta los resultados de la estimación con datos de panel del modelo [1]. La variable dependiente en las tres primeras columnas es el ratio de valoración (MTB), mientras que en las tres últimas es la rentabilidad económica (ROA). En las columnas (1) y (4) hemos incluido únicamente como variables explicativas el número promedio de CA a que pertenece cada consejero independiente y las variables dicotómicas anuales. En las columnas (2) y (5) hemos añadido las variables de control (endeudamiento, tamaño de la empresa y ROA –sólo para la regresión del valor-). En las columnas (3) y (6) hemos añadido las variables dicotómicas sectoriales.

Todas las estimaciones ponen de manifiesto una influencia no lineal y significativa del número de CA en el valor y en la *performance* de la empresa. El coeficiente de la variable CONSEJOS sugiere una relación inicialmente positiva, coherente con la idea de un efecto reputación. De este modo, la pertenencia a un mayor número de CA puede verse como una manifestación de la mejor reputación y de los mayores incentivos de los consejeros independientes para cumplir sus cometidos, lo que se traduce en una mayor *performance* de la empresa. Sin embargo, el término cuadrático de la variable CONSEJOS<sup>2</sup> resulta también significativo, pero con un efecto negativo. Esto revela un efecto en forma de U invertida de forma que, para valores suficientemente elevados de dicha variable, la pertenencia a un número excesivo de CA iría en detrimento de la dedicación de los consejeros y, por lo tanto, incidiría negativamente en la *performance* de la empresa. Este punto de inflexión se sitúa entre los dos y tres consejos para las estimaciones en las que el valor de la empresa es la variable dependiente, y entre tres y cuatro consejos para aquellas estimaciones que tratan de explicar la rentabilidad de los activos. También se constata, como era de esperar, una influencia netamente positiva de la rentabilidad de los activos sobre el valor de la empresa.

**Tabla 5: Estimación del modelo [1] con datos de panel**

Coefficientes estimados y errores estándar (entre paréntesis) de la estimación del modelo [1] a través del método de datos de panel. El test de Hausman se distribuye siguiendo una función  $\chi^2$  con tantos grados de libertad como coeficientes estimados. MTB es el cociente entre valor de mercado y valor contable de los capitales propios, ROA es la rentabilidad bruta de los activos, CONSEJOS es el promedio de consejos a que pertenece un consejero independiente, ACTIVO es el logaritmo del activo total y DEUDA es el cociente entre deuda total y recursos propios. \* denota un nivel de confianza del 90%, \*\* del 95% y \*\*\* del 99%.

V. dependiente	(1) MTB	(2) MTB	(3) MTB	(4) ROA	(5) ROA	(6) ROA
CONSEJOS	0,385 *** (0,146)	0,539 ** (0,214)	0,471 ** (0,212)	0,114 *** (0,047)	0,083 *** (0,030)	0,089 *** (0,031)
CONSEJOS <sup>2</sup>	-0,072 ** (0,028)	-0,099 ** (0,043)	-0,088 ** (0,043)	-0,013 ** (0,009)	-0,011 ** (0,006)	-0,012 ** (0,006)
DEUDA		-0,090 ** (0,131)	-0,066 (0,128)		0,007 (0,009)	0,009 (0,009)
ACTIVO		-0,258 ** (0,112)	-0,260 ** (0,109)		0,001 (0,009)	-0,003 (0,010)
ROA		0,478 ** (0,245)	1,379 *** (0,422)			
Ef. temporal	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Ef. sectorial	No	No	Sí	No	No	Sí
R <sup>2</sup> ajustado	0,038	0,143	0,206	0,043	0,732	0,732
Test F	7,15 **	2,96 **	3,23 ***	7,73 **	377,39 ***	379,41 ***
VIF	3,99	2,44	3,14	3,99	2,76	3,35
Test Hausman	0,04	13,94 **	12,32 *	1,04	5,78	5,50
Nº obs.	237	237	237	246	246	246

Se observa que el poder explicativo del modelo se incrementa a medida que aumenta el número de variables explicativas, lo que confirma el acierto en la selección de las variables de control. El factor de inflación de la varianza (VIF) se sitúa muy por debajo de 10, valor límite a partir del cual se considera que existe un problema de multicolinealidad (Hair et al., 2008; Kutner et al., 2005).

Para comprobar la robustez de nuestro análisis reproducimos los cálculos anteriores utilizando el método de estimación de métodos cuadrados ordinarios. Los resultados de dicho análisis se recogen en la Tabla 6. Como se observa, la influencia del número de consejos sobre el valor de la empresa o sobre su *performance* mantiene su forma no lineal, combinando un efecto positivo para valores bajos de la variable CONSEJOS con un efecto negativo para valores suficientemente elevados. Dichos puntos de inflexión son

coherentes con los obtenidos anteriormente. Asimismo, el poder explicativo del modelo (coeficiente de determinación ajustado) resulta aceptable en líneas generales.

**Tabla 6: Estimación del modelo [1] mediante mínimos cuadrados ordinarios**

Coefficientes estimados y errores estándar (entre paréntesis) de la estimación del modelo [1] mediante el método de mínimos cuadrados ordinarios. MTB es el cociente entre valor de mercado y valor contable de los capitales propios, ROA es la rentabilidad bruta de los activos, CONSEJOS es el promedio de consejos a que pertenece un consejero independiente, ACTIVO es el logaritmo del activo total y DEUDA es el cociente entre deuda total y recursos propios. \* denota un nivel de confianza del 90%, \*\* del 95% y \*\*\* del 99%.

V. dependiente	(1) MTB	(2) MTB	(3) MTB	(4) ROA	(5) ROA	(6) ROA
CONSEJOS	0,269 ** (0,141)	0,233 ** (0,141)	0,268 *** (0,143)	0,170 *** (0,038)	0,148 *** (0,039)	0,145 *** (0,040)
CONSEJOS <sup>2</sup>	-0,057 *** (0,028)	-0,055 *** (0,028)	-0,059 *** (0,028)	-0,018 *** (0,007)	-0,014 *** (0,008)	-0,014 ** (0,008)
DEUDA		0,072 *** (0,037)	0,079 *** (0,040)		-0,004 (0,010)	-0,002 (0,011)
ACTIVO		0,060 ** (0,039)	0,084 *** (0,043)		0,023 *** (0,010)	0,025 ** (0,011)
ROA		0,751 *** (0,210)	0,788 *** (0,210)			
Ef. temporal	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Ef. sectorial	No	No	Sí	No	No	Sí
R <sup>2</sup> ajustado	0,023	0,125 ***	0,185 ***	0,588 ***	0,583 ***	0,565 ***
Test F	2,09 **	4,42 ***	3,10 ***	13,17 ***	7,86 ***	4,81 ***
VIF	3,99	2,44	3,14	3,99	2,76	3,35
Observaciones	237	237	237	246	246	246

En consecuencia, cabe afirmar que el número promedio de CA a los que pertenece un consejero independiente combina un efecto de reputación en los niveles más bajos con un efecto de dedicación para los niveles más altos de la variable independiente. Si tal es el efecto de la pertenencia a varios consejos, nos planteamos ahora si el número de reuniones a que asiste cada consejero puede tener también algún efecto en el valor o en la *performance* de la empresa. Esos resultados se recogen en la Tabla 7. Siguiendo la estructura presentada anteriormente, las estimaciones de las columnas (1) a (3) utilizan como variable dependiente el ratio de valoración MTB, mientras que la variable dependiente de las columnas (4) a (6) es la rentabilidad económica (ROA).

**Tabla 7: Estimación del modelo [2] con datos de panel**

Coeficientes estimados y errores estándar (entre paréntesis) de la estimación del modelo [2] a través del método de datos de panel. El test de Hausman se distribuye siguiendo una función  $\chi^2$  con tantos grados de libertad como coeficientes estimados. MTB es el cociente entre valor de mercado y valor contable de los capitales propios, ROA es la rentabilidad bruta de los activos, REUNIONES es el promedio de reuniones a que asiste anualmente un consejero independiente, ACTIVO es el logaritmo del activo total y DEUDA es el cociente entre deuda total y recursos propios. \* denota un nivel de confianza del 90%, \*\* del 95% y \*\*\* del 99%.

V. dependiente	(1) MTB	(2) MTB	(3) MTB	(4) ROA	(5) ROA	(6) ROA
REUNIONES	-0,335 ** (0,149)	-0,339 ** (0,152)	-0,348 ** (0,118)	-0,423 (0,269)	-0,540 ** (0,268)	-0,541 ** (0,273)
REUNIONES <sup>2</sup>	0,021 *** (0,002)	0,021 *** (0,008)	0,023 *** (0,006)	0,018 (0,011)	0,022 ** (0,011)	0,022 ** (0,011)
DEUDA		0,033 (0,111)	0,159 (0,075)		0,030 *** (0,011)	0,031 *** (0,011)
ACTIVO		0,028 (0,170)	-0,164 (0,091)		0,006 (0,052)	-0,011 (0,055)
ROA		0,303 (0,700)	1,745 (0,602)			
Ef. temporal	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Ef. sectorial	No	No	Sí	No	No	Sí
R <sup>2</sup> ajustado	0,090	0,093	0,138	0,128	0,129	0,153
Test F	3,31 ***	2,72 ***	1,63 **	28,71 ***	32,81 ***	34,72 ***
VIF	1,31	1,67	2,49	1,19	2,03	2,49
Test Hausman	45,32 ***	46,58 ***	57,26 ***	5,20	6,59	6,01
Nº obs.	236	236	236	236	236	236

Los resultados de la Tabla 7 ponen de manifiesto un patrón que se repite en todas las estimaciones y es un efecto no lineal del promedio de reuniones a que asisten los consejeros independientes. Inicialmente el número de reuniones tiene un efecto negativo pero, posteriormente, el signo positivo de la variable REUNIONES<sup>2</sup> llega a dominar sobre el efecto negativo. Este punto de inflexión se sitúa en torno a las siete u ocho reuniones para las regresiones en función del valor y en torno a las doce reuniones cuando la variable dependiente es la rentabilidad.

Este resultado podría parecer contradictorio con el anterior dado que cabe entender la asistencia a un mayor número de reuniones como un indicador de la actividad de los consejeros. Sin embargo, podría ser una consecuencia de la existencia de economías de escala pues, a medida que un consejero debe asistir a más reuniones, aunque dicha

asistencia exija más tiempo, este aumento no es proporcional ya que dispone de mejor conocimiento sobre la empresa, cuenta con más experiencia y sabe prepararlas mejor (Anderson et al., 2007). Desde esta perspectiva, la asistencia y preparación de más reuniones inicialmente requiere un esfuerzo adicional que no repercute en la *performance* de la empresa hasta superar ese umbral al que antes nos referíamos. Esta inferencia confirmaría la conveniencia de un número mínimo de reuniones anuales, como ha sido sugerido por el Código Olivencia.

**Tabla 8: Estimación del modelo [2] mediante mínimos cuadrados ordinarios**

Coefficientes estimados y errores estándar (entre paréntesis) de la estimación del modelo [2] mediante el método de mínimos cuadrados ordinarios. MTB es el cociente entre valor de mercado y valor contable de los capitales propios, ROA es la rentabilidad bruta de los activos, REUNIONES es el promedio de reuniones a que asiste anualmente un consejero independiente, ACTIVO es el logaritmo del activo total y DEUDA es el cociente entre deuda total y recursos propios. \* denota un nivel de confianza del 90%, \*\* del 95% y \*\*\* del 99%.

V. dependiente	(1) MTB	(2) MTB	(3) MTB	(4) ROA	(5) ROA	(6) ROA
REUNIONES	-0,289** (0,117)	-0,262** (0,112)	-0,266** (0,113)	-0,498** (0,267)	-0,574** (0,267)	-0,550** (0,270)
REUNIONES <sup>2</sup>	0,019*** (0,006)	-0,018*** (0,006)	0,018*** (0,006)	0,022** (0,011)	0,024** (0,011)	0,023** (0,011)
DEUDA		0,198*** (0,071)	0,193** (0,078)		0,026** (0,011)	0,026** (0,011)
ACTIVO		-0,194** (0,074)	-0,178** (0,082)		0,024 (0,043)	0,007 (0,047)
ROA		2,827*** (0,624)	2,877*** (0,631)			
Ef. temporal	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Ef. sectorial	No	No	Sí	No	No	Sí
R <sup>2</sup> ajustado	0,029	0,134	0,122	0,058	0,078	0,085
Test F	2,69**	6,00***	3,63***	4,65***	4,34***	3,01***
VIF	1,31	1,67	2,49	1,31	1,19	2,03
Observaciones	236	236	236	236	236	236

Para comprobar la consistencia de estos resultados, al igual que hicimos anteriormente, hemos realizado análisis adicionales mediante el método de mínimos cuadrados ordinarios, cuyos resultados se recogen en la Tabla 8. Dichos resultados, al ser coherentes con los expuestos anteriormente, no requieren comentarios adicionales, confirmándose el efecto en forma de U del número de reuniones sobre el valor de la empresa o sobre su rentabilidad, y hallándose el umbral correspondiente en torno a las

siete reuniones para los modelos recogidos en las columnas (1) a (3) y en torno a las once reuniones para los modelos de las columnas (4) a (6).

Por lo que se refiere a las variables de control, aunque su sentido principal es el de incorporar posibles determinantes de la *performance* corporativa cuya omisión podría sesgar los resultados, puede ser apropiado realizar algunos comentarios al respecto. Dada la profusión de estimaciones no resulta tarea sencilla extraer patrones rígidos de comportamiento de dichas variables pero sí que cabe resaltar la influencia de dos variables: el endeudamiento y el tamaño de la empresa. En cuanto al nivel de endeudamiento, se detecta habitualmente una relación positiva con la *performance* de la empresa, lo cual puede explicarse en términos de agencia dado que la deuda constituye tanto un elemento de disciplina directiva como un mecanismo de señalización en los mercados de capitales (Harris y Raviv, 1991; Rodríguez Sanz, 1997; Ross, 1977). Por su parte, el tamaño de la empresa tiene un efecto disímil: mientras que influye negativamente sobre el ratio de valoración (MTB), tiene una incidencia positiva sobre la rentabilidad del activo. La explicación de esta dualidad podría encontrarse en las fricciones informativas del mercado que condicionan la valoración que en ellos se hace de los títulos de renta variable.

#### **4.2. Análisis de sensibilidad**

La posibilidad de que la endogeneidad sea un factor que afecte a nuestros resultados nos ha llevado a realizar dos análisis adicionales, siguiendo los procedimientos habituales para tratar dicha endogeneidad (Chang et al., 2009). En primer lugar, ante la eventualidad de un papel reactivo del CA que podría hacer que los resultados empresariales afectasen a la actividad de los consejeros hemos introducido las variables CONSEJOS y REUNIONES con un periodo de retardo (Coles et al., 2008; Hermalin y Weisbach, 1991). Los resultados se recogen en la Tabla 9. Mientras que en las estimaciones de las tres primeras columnas la variable dependiente es MTB, en las tres últimas columnas la variable dependiente es ROA.

Como puede observarse, estos resultados refuerzan la validez de nuestras anteriores conclusiones. El número de CA a que pertenecía un consejero independiente en el año precedente mantiene una relación no lineal tanto con el valor de la empresa como con su rentabilidad del año en cuestión, con un efecto inicialmente positivo, que se torna en negativo cuando se supera un cierto umbral. A diferencia de los resultados

iniciales, la incorporación de variables retardadas sugiere unos puntos de inflexión algo más elevados, encontrándose el número óptimo de CA entre los cuatro y cinco consejos.

**Tabla 9: Estimación del modelo [1] con datos de panel**

Coefficientes estimados y errores estándar (entre paréntesis) de la estimación del modelo [1] a través del método de datos de panel. El test de Hausman se distribuye siguiendo una función  $\chi^2$  con tantos grados de libertad como coeficientes estimados. MTB es el cociente entre valor de mercado y valor contable de los capitales propios, ROA es la rentabilidad bruta de los activos, CONSEJOS<sub>t-1</sub> es el promedio de consejos a que perteneció un consejero independiente en el año anterior, ACTIVO es el logaritmo del activo total y DEUDA es el cociente entre deuda total y recursos propios. \* denota un nivel de confianza del 90%, \*\* del 95% y \*\*\* del 99%.

V. dependiente	(1) MTB	(2) MTB	(3) MTB	(4) ROA	(5) ROA	(6) ROA
CONSEJOS <sub>t-1</sub>	0,190** (0,110)	0,165 (0,115)	0,190* (0,115)	0,096· (0,054)	0,072** (0,035)	0,067* (0,036)
CONSEJOS <sup>2</sup> <sub>t-1</sub>	-0,021** (0,012)	-0,019* (0,012)	-0,021** (0,012)	-0,010· (0,006)	-0,007* (0,003)	-0,006* (0,004)
DEUDA		0,085*** (0,035)	0,091** (0,037)		-0,002 (0,012)	0,002 (0,001)
ACTIVO		-0,083*** (0,037)	-0,098** (0,040)		0,022* (0,012)	0,022* (0,013)
ROA		1,797*** (0,299)	1,856*** (0,298)			
Ef. temporal	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Ef. sectorial	No	No	Sí	No	No	Sí
R <sup>2</sup> ajustado	0,027	0,161	0,179	0,737	0,741	0,741
Test F	3,69***	6,59***	4,70***	1,48**	1,49**	1,47**
VIF	2,54	2,39	2,79	2,54	2,13	2,67
Test de Hausman	0,09	6,64	10,29	1,45	2,64	2,3
Nº observaciones	205	205	205	205	205	205

La Tabla 10 reproduce un análisis semejante correspondiente al modelo [2], en el que se ha introducido el número de reuniones a las que han asistido por término medio los consejeros independientes en el año anterior. Nuevamente los resultados sugieren una incidencia no lineal, en la que el efecto inicialmente negativo se ve compensado por un efecto positivo superado un cierto umbral. Parece, por tanto, que en la asistencia y preparación de las reuniones del CA existen unas economías de escala, como se indicó anteriormente.

**Tabla 10: Estimación del modelo [2] con datos de panel**

Coefficientes estimados y errores estándar (entre paréntesis) de la estimación del modelo [2] a través del método de datos de panel. El test de Hausman se distribuye siguiendo una función  $\chi^2$  con tantos grados de libertad como coeficientes estimados. MTB es el cociente entre valor de mercado y valor contable de los capitales propios, ROA es la rentabilidad bruta de los activos, REUNIONES<sub>t-1</sub> es el promedio de reuniones a que asistió un consejero independiente el año anterior, ACTIVO es el logaritmo del activo total y DEUDA es el cociente entre deuda total y recursos propios. \* denota un nivel de confianza del 90%, \*\* del 95% y \*\*\* del 99%.

V. dependiente	(1) MTB	(2) MTB	(3) MTB	(4) ROA	(5) ROA	(6) ROA
REUNIONES <sub>t-1</sub>	-0,145** (0,056)	-0,101* (0,052)	-0,086* (0,052)	0,117*** (0,035)	0,114*** (0,035)	0,109*** (0,035)
REUNIONES <sup>2</sup> <sub>t-1</sub>	0,003** (0,001)	0,002 (0,001)	0,002* (0,001)	-0,003** (0,001)	-0,003** (0,001)	-0,002** (0,001)
DEUDA		0,218*** (0,072)	0,260*** (0,079)		0,025** (0,011)	0,025** (0,011)
ACTIVO		-0,293*** (0,081)	-0,293*** (0,091)		0,023 (0,052)	0,010 (0,056)
ROA		2,248*** (0,600)	2,367*** (0,588)			
Ef. temporal	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Ef. sectorial	No	No	Sí	No	No	Sí
R <sup>2</sup> ajustado	0,160	0,063	0,131	0,157	0,186	0,187
Test F	4,87***	36,95***	45,82***	31,78***	38,78***	41,16***
VIF	1,31	1,62	2,49	1,31	1,41	2,38
Test Hausman	9,57**	18,07**	24,46***	0,73	3,35	3,03
Nº observaciones	200	200	200	205	205	205

El segundo grupo de regresiones dentro del análisis de sensibilidad corresponde a la estimación mediante ecuaciones simultáneas (Bhagat y Black, 2001, Coles et al., 2008; Thomsen et al., 2006; Young et al., 2008). Para ello hemos estimado un sistema de dos ecuaciones mediante el método de mínimos cuadrados en tres etapas (MC3E). La primera ecuación es el modelo [1] o [2], mientras que la segunda ecuación de dicho sistema trata de explicar los determinantes de la pertenencia a varios CA o el número de reuniones a que asisten los consejeros. Por ese motivo, hemos incorporado como variables independientes aquellas que parecen más relevantes a la hora de explicar las variables CONSEJOS y REUNIONES, habiendo introducido también el tamaño y el nivel de independencia del CA de la empresa considerada (TAMAÑO e INDEP).

El método MC3E permite evitar los problemas de correlación entre los términos de error de un conjunto de ecuaciones a través de la estimación simultánea de dichas

ecuaciones. Por tanto, la estimación del modelo se asemeja a un problema de regresiones aparentemente no relacionadas con la diferencia de que algunas de las variables explicativas de las distintas ecuaciones pueden ser endógenas.

**Tabla 11: Estimación del modelo [1] mediante ecuaciones simultáneas**

Coefficientes estimados y errores estándar (entre paréntesis) de la estimación del modelo [1] mediante ecuaciones simultáneas. MTB es el cociente entre valor de mercado y valor contable de los capitales propios, ROA es la rentabilidad bruta de los activos, CONSEJOS es el promedio de consejos a que pertenece un consejero independiente, REUNIONES<sub>t-1</sub> es el promedio de reuniones a que asistió un consejero independiente el año anterior, ACTIVO es el logaritmo del activo total, DEUDA es el cociente entre deuda total y recursos propios, TAMAÑO es el número total de consejeros e INDEP es la proporción de consejeros independientes. \* denota un nivel de confianza del 90%, \*\* del 95% y \*\*\* del 99%.

V. dependiente	(1)		(2)	
	MTB	CONSEJOS	ROA	CONSEJOS
CONSEJOS	1,030 ** (0,472)		0,293 ** (0,132)	
CONSEJOS <sup>2</sup>	-0,263 *** (0,085)		-0,044 * (0,023)	
REUNIONES		0,081 * (0,044)		0,082 (0,118)
REUNIONES <sup>2</sup>		-0,001 (0,001)		-0,002 (0,003)
MTB		-0,899 *** (0,313)		-1,823 (1,066)
ROA	1,706 *** (0,223)	1,961 *** (0,635)		2,442 *** (0,855)
DEUDA	0,055 *** (0,018)		0,008 (0,005)	
ACTIVO	-0,165 *** (0,051)	-0,012 (0,050)	-0,020 (0,015)	-0,179 (0,194)
TAMAÑO		0,043 * (0,026)		0,184 * (0,105)
INDEP		0,146 *** (0,427)		0,095 (0,999)
Efecto temporal	Sí	Sí	Sí	Sí
Efecto sectorial	Sí	Sí	Sí	Sí
R <sup>2</sup>	0,158	0,548	0,397	0,136
Nº observaciones	236	236	236	236

De acuerdo con los resultados recogidos en la Tabla 11, el número de CA a que pertenece un consejero independiente mantienen una relación no lineal en forma de U invertida con el valor o *performance* de la empresa. Dicho resultado corrobora los

comentarios realizados anteriormente. Por su parte, entre los determinantes del número de consejos cabe citar la rentabilidad de la empresa y algunas características del propio CA como son su tamaño. Semejantes resultados han sido presentados por Masulis y Mobbs (2011), Ferris et al. (2003) o Fich y Shivdasani (2006) en el contexto de los factores que explican el nombramiento de consejeros independientes.

**Tabla 12: Estimación del modelo [2] mediante ecuaciones simultáneas**

Coefficientes estimados y errores estándar (entre paréntesis) de la estimación del modelo [2] mediante ecuaciones simultáneas. MTB es el cociente entre valor de mercado y valor contable de los capitales propios, ROA es la rentabilidad bruta de los activos, CONSEJOS es el promedio de consejos a que pertenece un consejero independiente, REUNIONES es el promedio de reuniones a que asiste anualmente un consejero independiente, ACTIVO es el logaritmo del activo total, DEUDA es el cociente entre deuda total y recursos propios, TAMAÑO es el número total de consejeros e INDEP es la proporción de consejeros independientes. \* denota un nivel de confianza del 90%, \*\* del 95% y \*\*\* del 99%.

	(1)		(2)	
	MTB	REUNIONES	ROA	REUNIONES
CONSEJOS		2,481 *** (0,624)		0,823 (1,958) ***
CONSEJOS <sup>2</sup>		-0,327 *** (0,127)		-0,045 *** (0,153)
REUNIONES	-1,161 *** (0,426)		-0,050 ** (0,028)	
REUNIONES <sup>2</sup>	0,034 ** (0,014)		0,003 ** (0,001)	
MTB		0,010 (0,026)		
ROA	0,559 1,925	-1,920 (1,336)		-3,660 (3,325)
DEUDA	3,355 *** (0,128)		-0,006 (0,010)	
ACTIVO	-1,560 *** (0,254)	0,162 (0,208)	0,015 * (0,009)	0,333 (0,822)
TAMAÑO		-0,023 (0,102)		0,193 (0,373) **
INDEP		5,679 *** (1,649)		9,359 ** (3,704)
R <sup>2</sup>	0,372	0,212	0,498	0,288
Nº observaciones	236	236	236	236

En cuanto a la relación entre el valor de la empresa y el número de reuniones de sus consejeros independientes, la evidencia recogida de la Tabla 12 nuevamente vuelve a

confirmar los anteriores análisis. Como ya habíamos informado, el número de reuniones mantiene una relación en forma de U, existiendo un número mínimo de reuniones a partir del cual el efecto positivo domina sobre el negativo, dependiendo este número mínimo del indicador de *performance* elegido.

Hemos realizado análisis de sensibilidad adicionales incorporando entre las variables explicativas de la *performance* de la empresa el tamaño del CA y su independencia, tanto con especificaciones lineales como cuadráticas. Los resultados son coherentes con los reportados anteriormente y no se ofrecen para facilitar la lectura del trabajo<sup>3</sup>.

## 5. CONCLUSIONES

El CA constituye uno de los temas nucleares tanto de la investigación académica sobre gobierno corporativo como de los códigos de buen gobierno y otras iniciativas legales. A pesar de la ausencia de evidencia empírica para el caso español, existe una cierta inquietud entre las autoridades reguladoras sobre la conveniencia de limitar el número de CA a los que un consejero no ejecutivo puede pertenecer (Comisión Europea, 2011; CNMV, 2006).

El presente trabajo se suma a ese debate y aborda el estudio de la influencia sobre la *performance* de la empresa del número de CA a que pertenecen sus consejeros independientes. Las justificaciones teóricas al respecto giran en torno a dos explicaciones: un efecto reputación y un efecto dedicación. Ambos efectos gozan de respaldo empírico en trabajos anteriores pues, mientras que algunos autores encuentran que los consejeros pertenecientes a muchos CA llegan a hallarse tan ocupados y dispersos que no pueden desempeñar adecuadamente su función, otros trabajos encuentran un efecto positivo sobre la *performance* de la empresa (especialmente la *performance* futura) de la presencia de sus consejeros en un mayor número de CA.

Nuestra investigación permite conciliar la anterior divergencia de resultados, pues encontramos evidencia de una relación no lineal en forma de U invertida entre la *performance* de las empresas cotizadas en el mercado continuo español entre 2007 y 2009 y el promedio de CA a que pertenecen sus consejeros independientes. En un primer

---

<sup>3</sup> Los autores tienen disponibles estos resultados para quienes se encuentren interesados.

estadio domina el efecto reputación, pues la pertenencia a un número mayor de CA puede interpretarse como una mejor capacidad del consejero y unos mayores incentivos para cumplir sus cometidos, lo que tendría un efecto positivo sobre la *performance* de la empresa. Sin embargo, alcanzado un cierto umbral (nuestros resultados sugieren que se sitúa entre los cuatro o cinco CA de empresas cotizadas), domina el efecto dedicación, de modo que el consejero no puede atender adecuadamente sus obligaciones dada la dispersión de sus ocupaciones.

No obstante, la influencia de la carga de trabajo de los consejeros independientes no se reduce al número de CA en que se hallan presentes, sino que también hemos analizado el efecto de la asistencia a las correspondientes reuniones. En este caso también hemos detectado una relación no lineal, pero en forma de U entre el promedio de reuniones a las que anualmente asiste un consejero independiente y la *performance* de la empresa. Esta relación sugiere la existencia de economías de escala en la preparación de las reuniones, de modo que superado un punto de inflexión, la eficacia de las reuniones supera el coste de su preparación. Diríase, por tanto, que la labor de los consejeros independientes desde una perspectiva cognitiva opera en dos direcciones. De una parte, una mayor dedicación al CA en forma de reuniones más frecuentes genera más oportunidades de intercambio y aplicación de los conocimientos, con la consiguiente mejora de la *performance* de la empresa. Sin embargo, dicha mayor dedicación puede verse disminuida cuando el consejero ha de distribuir su trabajo en muchos consejos de administración.

Son varias las líneas de investigación que se abren a partir de nuestro trabajo. Por una parte, sería interesante ampliar el análisis a un número mayor de empresas, pues nuestra muestra se ha limitado a las empresas cotizadas españolas dado que son aquellas para las que se dispone de información pública y las que probablemente requieren mayor dedicación a sus consejeros. Además, los miembros de los CA de empresas cotizadas con frecuencia simultanean esas tareas con la pertenencia a otros CA de empresas no cotizadas. En segundo lugar, se podrían incorporar otros elementos que afecten al nivel de dedicación de los consejeros como pueden ser su pertenencia a comisiones delegadas, su posible condición de presidente o vicepresidente del CA, etc. Asimismo, una descripción más detallada de los vínculos entre las empresas en cuyo CA participa el mismo consejero (sector de la actividad, estructura de propiedad, etc.) podría aportar nuevas orientaciones al debate.

Entre las implicaciones de nuestra investigación cabría citar la evidencia de que la capacidad supervisora y de asesoramiento de los consejeros de las grandes empresas españolas no es ilimitada. Si bien en un primer momento esa capacidad puede beneficiar a un mayor número de empresas, parece conveniente tener en cuenta hasta qué punto los consejeros independientes pueden estar presentes en múltiples empresas. Obviamente, esta observación ha de entenderse a la luz de las limitaciones de nuestro trabajo expuestas anteriormente. Asimismo, de nuestros resultados se deduce la importancia de la formación y del campo de especialización de los consejeros independientes, lo que llevaría a las empresas a seleccionar a aquellos consejeros cuyos conocimientos expertos resulten más relevantes en función de sus necesidades de asesoramiento en cada momento.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acero, I. y Alcalde, N. (2010): "Los consejos de administración. Una instantánea del caso español". *Economía Industrial* 378,159-168.
- Adams, R. B. y Ferreira, D. (2007): "A theory of friendly boards". *Journal of Finance* 62(1), 217-250.
- Adams, R. B., Hermalin, B. E. y Weisbach, M. S. (2010): "The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey". *Journal of Economic Literature* 48(1), 58-107.
- Aldama, I. (2003): Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas CNMV.
- Anderson, D. W., Melanson, S. J. y Maly, J. (2007): "The evolution of corporate governance: power redistribution brings boards to life". *Corporate Governance: An International Review* 15(5), 780-797.
- Andrés, P. y Vallelado, E. (2008): "Corporate governance in banking: The role of the board of directors". *Journal of Banking & Finance* 32(12), 2570-2580.
- Barroso, C., Villegas, M. M. y Pérez-Calero, L. (2011): "Board influence on a firm's internationalization". *Corporate Governance: An International Review* 19(4), 351-367.
- Bhagat, S. y Black, B. S. (2001): "The non-correlation between board independence and long-term firm performance". *Journal of Corporation Law* 27, 231-274.
- Bøhren, Ø. y Strøm, Ø. (2010): "Governance and politics: Regulating independence and diversity in the board room". *Journal of Business Finance & Accounting* 37(9-10), 1281-1308.
- Brick, I. E. y Chidambaran, N. K. (2010): "Board meetings, committee structure, and firm value". *Journal of Corporate Finance* 16, 533-553.
- CNMV (2006): *Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*. Madrid.
- Coles, J. L., Daniel, N. D. y Naveen, L. (2008): "Boards: does one size fit all?". *Journal of Financial Economics* 87), 329-356.
- Comisión Europea (2011): *Green paper on the EU corporate governance framework*. Bruselas. European Commission.
- Cook, D. O. y Wang, H. (2011): "The informativeness and ability of independent multi-firm directors". *Journal of Corporate Finance* 17, 108-121.
- Core, J. E., Holthausen, R. W. y Larcker, D. F. (1999): "Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance". *Journal of Financial Economics* 51, 371-406.
- Crespí, R. y Gispert, C. (2003): "Total Board Compensation, Governance and Performance of Spanish Listed Companies". *Labour* 17(1), 103-126.
- Chang, X., Dasgupta, S. y Hilary, G. (2009): "The effect of auditor quality on financing decisions". *Accounting Review* 84(4), 1085-1117.
- Charreaux, G. (2005): "Pour une gouvernance d'entreprise "comportementale". Une réflexion exploratoire". *Revue Française de Gestion* 157, 215-238.
- Cho, M. H. (1998): "Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis". *Journal of Financial Economics* 47), 103-121.
- Choi, J. J., Park, S. W. y Yoo, S. S. (2007): "The value of outside directors: Evidence from corporate governance reform in Korea". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42(4), 941-962.

- Dalton, D. R. y Dalton, C. M. (2011): "Integration of micro and macro studies in governance research: CEO duality, board composition, and financial performance". *Journal of Management* 37(2), 404-411.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D. y Donaldson, L. (1997): "Toward a stewardship theory of management". *Academy of Management Review* 22(1), 20-47.
- Demsetz, H. y Lehn, K. (1985): "The structure of corporate ownership: causes and consequences". *Journal of Political Economy* 93(6), 1155-1177.
- Duchin, R., Matsusaka, J. G. y Ozbas, O. (2011): "When are outside directors effective?". *Journal of Financial Economics* 96, 195-214.
- Fahlenbrach, R., Low, A. y Stulz, R. M. (2010): "Why do firms appoint CEOs as outside directors?". *Journal of Financial Economics* 97, 12-32.
- Faleye, O., Hoitash, R. y Hoitash, U. (2011): "The costs of intense board monitoring". *Journal of Financial Economics* 101, 160-181.
- Fama, E. F. (1980): "Agency Problems and the Theory of the Firm". *Journal of Political Economy* 88(2), 288-307.
- Fama, E. F. y Jensen, M. C. (1983): "The separation of ownership and control". *Journal of Law & Economics* 26, 301-325.
- Fernández, A. I., Gómez Ansón, S. y Fernández-Méndez, C. (1998): "El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español". *Investigaciones Económicas* 22(3), 501-516.
- Fernández, C. y Arrondo, R. (2007): "The Effects of Ownership Structure and Board Composition on the Audit Committee Meeting Frequency: Spanish Evidence". *Corporate Governance: An International Review* 15(5), 909-922.
- Ferris, S. P., Jagannathan, M. y Pritchard, A. C. (2003): "Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments". *Journal of Finance* 58(3), 1087-1111.
- Fich, E. M. y Shivdasani, A. (2006): "Are busy boards effective monitors?". *Journal of Finance* 61(2), 689-724.
- Fundación de Estudios Financieros (2009): Observatorio de Gobierno Corporativo 2008. *Papeles de la Fundación* 29.
- Fundación de Estudios Financieros (2010): Observatorio de Gobierno Corporativo 2009. *Papeles de la Fundación* 32.
- Fundación de Estudios Financieros (2011): Observatorio de Gobierno Corporativo 2010. *Papeles de la Fundación* 40.
- García Meca, E. y Sánchez Ballesta, J. P. (2009): "Corporate governance and earnings management: A meta-analysis". *Corporate Governance: An International Review* 17(5), 594-610.
- García Olalla, M. y García Ramos, R. (2011): "Estructura del consejo de administración en la empresa familiar versus no familiar: Evidencia empírica para España". *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 40(149), 35-64.
- Guest, P. M. (2008): "The determinants of board size and composition: Evidence from the UK". *Journal of Corporate Finance* 14, 51-72.
- Guieu, G. y Meschi, P. X. (2008): "Conseils d'administration et réseaux d'administrateurs en Europe". *Revue Française de Gestion* 185, 21-45.

- Gutiérrez Calderón, M. I., Llorens Montes, F. J. y Aragón Correa, J. A. (2000): "Composición del consejo de administración, propiedad y endeudamiento. Relaciones de agencia entre banca e industria.". *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 29(104), 415-441.
- Hair, J. F., Anderson, R. E., Tatham, R. L. y Black, W. C. (2008): *Análisis multivariante*. Madrid. Prentice Hall Iberia.
- Harris, I. C. y Shimizu, K. (2004): "Too Busy To Serve? An Examination of the Influence of Overboarded Directors". *Journal of Management Studies* 41(5), 775-798.
- Harris, M. y Raviv, A. (1991): "The theory of capital structure". *Journal of Finance* 46(1), 297-355.
- Hermalin, B. E. y Weisbach, M. S. (1988): "Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO". *American Economic Review* 88(1), 96-118.
- Hermalin, B. E. y Weisbach, M. S. (1991): "The effects of board composition and direct incentives on firm performance". *Financial Management* 20, 101-112.
- Hwang, B. H. y Kim, S. (2009): "It pays to have friends". *Journal of Financial Economics* 93, 138-158.
- Jackling, B. y Johl, S. (2009): "Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies". *Corporate Governance: An International Review* 17(4), 492-509.
- Jensen, M. C. (1993): "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems". *Journal of Finance* 48(3), 831-880.
- Jiraporn, P., Davidson, W. N., DaDalt, P. y Ning, Y. (2009): "Too busy to show up? An analysis of directors' absences". *The Quarterly Review of Economics and Finance* 49(3), 1159-1171.
- John, K. y Senbet, L. W. (1998): "Corporate governance and board effectiveness". *Journal of Banking & Finance* 22, 371-403.
- Jonnergård, K. y Stafssudd, A. (2011): "The making of active boards in Swedish public companies". *Journal of Management and Governance* 15(1), 123-155.
- Kim, B., Burns, M. L. y Prescott, J. E. (2009): "The Strategic Role of the Board: The Impact of Board Structure on Top Management Team Strategic Action Capability". *Corporate Governance: An International Review* 17(6), 728-743.
- Kim, Y. y Cannella, A. A. (2008): "Toward a social capital theory of director selection". *Corporate Governance: An International Review* 16(4), 282-293.
- Kutner, M. H., Neter, J., Nachtsheim, C. J. y Li, W. (2005): *Applied Linear Statistical Models*. New York. McGraw Hill.
- Masulis, R. W. y Mobbs, S. (2011): "Are all inside directors the same? Evidence from the external directorship market". *Journal of Finance* 66(3), 823-872.
- Mínguez, A. y Martín Ugedo, J. F. (2005): "¿Afectan las características del consejo de administración a su labor supervisora? Nueva evidencia para el mercado español". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa* 14(2), 55-74.
- Monterrey, J. y Sánchez, A. (2008a): "Gobierno corporativo, conflictos de agencia y elección de auditor". *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 37(137), 113-156.
- Monterrey, J. y Sánchez, A. (2008b): "Gobierno corporativo y calidad de la información contable: Evidencia empírica española". *Revista de Contabilidad* 11(1), 67-100.
- Olivencia, M. (1998): *El gobierno de las sociedades cotizadas* Comité especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades.
- Olivencia, M. (2004): "El gobierno de las sociedades cotizadas y el código de buen gobierno". *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*. E. Bueno Campos (Ed.). Madrid. Pirámide. pág: 21-39.

- Prado, J. M., García, I. M. y Gallego-Álvarez, I. (2009): "Características del consejo de administración e información en materia de Responsabilidad Social Corporativa". *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 38(141), 107-135.
- Pugliese, A., Bezemer, P. J., Zattoni, A., Huse, M., van den Bosch, F. A. J. y Volberda, H. W. (2009): "Boards of directors' contribution to strategy: a literature review and research agenda". *Corporate Governance: An International Review* 17(3), 292-306.
- Ravina, E. y Sapienza, P. (2009): "What do independent directors know? Evidence from their trading". *Review of Financial Studies* 23(3), 962-1003.
- Reeb, D. y Upadhyay, A. (2010): "Subordinate board structures". *Journal of Corporate Finance* 16, 469-486.
- Rodríguez Gutiérrez, M. C. (2006): "Estudio sobre la eficacia de los comités de auditoría en las sociedades cotizadas". *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 35(132), 885-911.
- Rodríguez Sanz, J. A. (1997): *Capital, control y resultados en la gran empresa*. Valladolid. Secretariado de Publicaciones e Intercambio Científico de la Universidad de Valladolid.
- Ross, S. (1977): "The determinants of financial structure: the incentive signaling approach". *Bell Journal of Economics* 8, 23-40.
- Sarkar, J. y Sarkar, S. (2009): "Multiple board appointments and firm performance in emerging economies: Evidence from India". *Pacific-Basin Finance Journal* 17(2), 271-293.
- Sharma, V. (2011): "Independent directors and the propensity to pay dividends". *Journal of Corporate Finance* 17, 1001-1015.
- Shivdasani, A. y Yermack, D. (1999): "CEO involvement in the selection of new board members: an empirical analysis". *Journal of Finance* 54(5), 1829-1853.
- Teen, M. Y. y Teo, D. (2009): "A Comparison of Boards of Big Firms across Four Countries". *Singapore Corporate Awards*. Watson Wyatt.
- Thomsen, S., Pedersen, T. y Kvist, H. K. (2006): "Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems". *Journal of Corporate Finance* 12), 246-269.
- Vafeas, N. (1999): "Board meeting frequency and firm performance". *Journal of Financial Economics* 53, 113-142.
- van Ees, H., Gabrielsson, J. y Huse, M. (2009): "Toward a behavioral theory of boards and corporate governance". *Corporate Governance: An International Review* 17(3), 307-319.
- Young, C.-S., Tsai, L.-C. y Hsieh, P.-G. (2008): "Voluntary appointment of independent directors in Taiwan: Motives and consequences". *Journal of Business Finance & Accounting* 35(9-10), 1103-1137.

# FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

---

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

### Últimos números publicados

- 159/2000 Participación privada en la construcción y explotación de carreteras de peaje  
Ginés de Rus, Manuel Romero y Lourdes Trujillo
- 160/2000 Errores y posibles soluciones en la aplicación del *Value at Risk*  
Mariano González Sánchez
- 161/2000 Tax neutrality on saving assets. The spanish case before and after the tax reform  
Cristina Ruza y de Paz-Curbera
- 162/2000 Private rates of return to human capital in Spain: new evidence  
F. Barceinas, J. Oliver-Alonso, J.L. Raymond y J.L. Roig-Sabaté
- 163/2000 El control interno del riesgo. Una propuesta de sistema de límites  
riesgo neutral  
Mariano González Sánchez
- 164/2001 La evolución de las políticas de gasto de las Administraciones Públicas en los años 90  
Alfonso Utrilla de la Hoz y Carmen Pérez Esparrells
- 165/2001 Bank cost efficiency and output specification  
Emili Tortosa-Ausina
- 166/2001 Recent trends in Spanish income distribution: A robust picture of falling income inequality  
Josep Oliver-Alonso, Xavier Ramos y José Luis Raymond-Bara
- 167/2001 Efectos redistributivos y sobre el bienestar social del tratamiento de las cargas familiares en  
el nuevo IRPF  
Nuria Badenes Plá, Julio López Laborda, Jorge Onrubia Fernández
- 168/2001 The Effects of Bank Debt on Financial Structure of Small and Medium Firms in some Euro-  
pean Countries  
Mónica Melle-Hernández
- 169/2001 La política de cohesión de la UE ampliada: la perspectiva de España  
Ismael Sanz Labrador
- 170/2002 Riesgo de liquidez de Mercado  
Mariano González Sánchez
- 171/2002 Los costes de administración para el afiliado en los sistemas de pensiones basados en cuentas  
de capitalización individual: medida y comparación internacional.  
José Enrique Devesa Carpio, Rosa Rodríguez Barrera, Carlos Vidal Meliá
- 172/2002 La encuesta continua de presupuestos familiares (1985-1996): descripción, representatividad  
y propuestas de metodología para la explotación de la información de los ingresos y el gasto.  
Llorenç Pou, Joaquín Alegre
- 173/2002 Modelos paramétricos y no paramétricos en problemas de concesión de tarjetas de crédito.  
Rosa Puertas, María Bonilla, Ignacio Olmeda

- 174/2002 Mercado único, comercio intra-industrial y costes de ajuste en las manufacturas españolas.  
José Vicente Blanes Cristóbal
- 175/2003 La Administración tributaria en España. Un análisis de la gestión a través de los ingresos y de los gastos.  
Juan de Dios Jiménez Aguilera, Pedro Enrique Barrilao González
- 176/2003 The Falling Share of Cash Payments in Spain.  
Santiago Carbó Valverde, Rafael López del Paso, David B. Humphrey  
Publicado en "Moneda y Crédito" nº 217, pags. 167-189.
- 177/2003 Effects of ATMs and Electronic Payments on Banking Costs: The Spanish Case.  
Santiago Carbó Valverde, Rafael López del Paso, David B. Humphrey
- 178/2003 Factors explaining the interest margin in the banking sectors of the European Union.  
Joaquín Maudos y Juan Fernández Guevara
- 179/2003 Los planes de stock options para directivos y consejeros y su valoración por el mercado de valores en España.  
Mónica Melle Hernández
- 180/2003 Ownership and Performance in Europe and US Banking – A comparison of Commercial, Co-operative & Savings Banks.  
Yener Altunbas, Santiago Carbó y Phil Molyneux
- 181/2003 The Euro effect on the integration of the European stock markets.  
Mónica Melle Hernández
- 182/2004 In search of complementarity in the innovation strategy: international R&D and external knowledge acquisition.  
Bruno Cassiman, Reinhilde Veugelers
- 183/2004 Fijación de precios en el sector público: una aplicación para el servicio municipal de suministro de agua.  
M<sup>a</sup> Ángeles García Valiñas
- 184/2004 Estimación de la economía sumergida en España: un modelo estructural de variables latentes.  
Ángel Alañón Pardo, Miguel Gómez de Antonio
- 185/2004 Causas políticas y consecuencias sociales de la corrupción.  
Joan Oriol Prats Cabrera
- 186/2004 Loan bankers' decisions and sensitivity to the audit report using the belief revision model.  
Andrés Guiral Contreras and José A. Gonzalo Angulo
- 187/2004 El modelo de Black, Derman y Toy en la práctica. Aplicación al mercado español.  
Marta Tolentino García-Abadillo y Antonio Díaz Pérez
- 188/2004 Does market competition make banks perform well?.  
Mónica Melle
- 189/2004 Efficiency differences among banks: external, technical, internal, and managerial  
Santiago Carbó Valverde, David B. Humphrey y Rafael López del Paso

- 190/2004 Una aproximación al análisis de los costes de la esquizofrenia en España: los modelos jerárquicos bayesianos  
F. J. Vázquez-Polo, M. A. Negrín, J. M. Cavasés, E. Sánchez y grupo RIRAG
- 191/2004 Environmental proactivity and business performance: an empirical analysis  
Javier González-Benito y Óscar González-Benito
- 192/2004 Economic risk to beneficiaries in notional defined contribution accounts (NDCs)  
Carlos Vidal-Meliá, Inmaculada Domínguez-Fabian y José Enrique Devesa-Carpio
- 193/2004 Sources of efficiency gains in port reform: non parametric malmquist decomposition tfp index for Mexico  
Antonio Estache, Beatriz Tovar de la Fé y Lourdes Trujillo
- 194/2004 Persistencia de resultados en los fondos de inversión españoles  
Alfredo Ciriaco Fernández y Rafael Santamaría Aquilué
- 195/2005 El modelo de revisión de creencias como aproximación psicológica a la formación del juicio del auditor sobre la gestión continuada  
Andrés Guiral Contreras y Francisco Esteso Sánchez
- 196/2005 La nueva financiación sanitaria en España: descentralización y prospectiva  
David Cantarero Prieto
- 197/2005 A cointegration analysis of the Long-Run supply response of Spanish agriculture to the common agricultural policy  
José A. Mendez, Ricardo Mora y Carlos San Juan
- 198/2005 ¿Refleja la estructura temporal de los tipos de interés del mercado español preferencia por la liquidez?  
Magdalena Massot Perelló y Juan M. Nave
- 199/2005 Análisis de impacto de los Fondos Estructurales Europeos recibidos por una economía regional: Un enfoque a través de Matrices de Contabilidad Social  
M. Carmen Lima y M. Alejandro Cardenete
- 200/2005 Does the development of non-cash payments affect monetary policy transmission?  
Santiago Carbó Valverde y Rafael López del Paso
- 201/2005 Firm and time varying technical and allocative efficiency: an application for port cargo handling firms  
Ana Rodríguez-Álvarez, Beatriz Tovar de la Fe y Lourdes Trujillo
- 202/2005 Contractual complexity in strategic alliances  
Jeffrey J. Reuer y Africa Ariño
- 203/2005 Factores determinantes de la evolución del empleo en las empresas adquiridas por opa  
Nuria Alcalde Fradejas y Inés Pérez-Soba Aguilar
- 204/2005 Nonlinear Forecasting in Economics: a comparison between Comprehension Approach versus Learning Approach. An Application to Spanish Time Series  
Elena Olmedo, Juan M. Valderas, Ricardo Gimeno and Lorenzo Escot

- 205/2005 Precio de la tierra con presión urbana: un modelo para España  
Esther Decimavilla, Carlos San Juan y Stefan Sperlich
- 206/2005 Interregional migration in Spain: a semiparametric analysis  
Adolfo Maza y José Villaverde
- 207/2005 Productivity growth in European banking  
Carmen Murillo-Melchor, José Manuel Pastor y Emili Tortosa-Ausina
- 208/2005 Explaining Bank Cost Efficiency in Europe: Environmental and Productivity Influences.  
Santiago Carbó Valverde, David B. Humphrey y Rafael López del Paso
- 209/2005 La elasticidad de sustitución intertemporal con preferencias no separables intratemporalmente: los casos de Alemania, España y Francia.  
Elena Márquez de la Cruz, Ana R. Martínez Cañete y Inés Pérez-Soba Aguilar
- 210/2005 Contribución de los efectos tamaño, book-to-market y momentum a la valoración de activos: el caso español.  
Begoña Font-Belaire y Alfredo Juan Grau-Grau
- 211/2005 Permanent income, convergence and inequality among countries  
José M. Pastor and Lorenzo Serrano
- 212/2005 The Latin Model of Welfare: Do 'Insertion Contracts' Reduce Long-Term Dependence?  
Luis Ayala and Magdalena Rodríguez
- 213/2005 The effect of geographic expansion on the productivity of Spanish savings banks  
Manuel Illueca, José M. Pastor and Emili Tortosa-Ausina
- 214/2005 Dynamic network interconnection under consumer switching costs  
Ángel Luis López Rodríguez
- 215/2005 La influencia del entorno socioeconómico en la realización de estudios universitarios: una aproximación al caso español en la década de los noventa  
Marta Rahona López
- 216/2005 The valuation of spanish ipos: efficiency analysis  
Susana Álvarez Otero
- 217/2005 On the generation of a regular multi-input multi-output technology using parametric output distance functions  
Sergio Perelman and Daniel Santin
- 218/2005 La gobernanza de los procesos parlamentarios: la organización industrial del congreso de los diputados en España  
Gonzalo Caballero Miguez
- 219/2005 Determinants of bank market structure: Efficiency and political economy variables  
Francisco González
- 220/2005 Agresividad de las órdenes introducidas en el mercado español: estrategias, determinantes y medidas de performance  
David Abad Díaz

- 221/2005 Tendencia post-anuncio de resultados contables: evidencia para el mercado español  
Carlos Forner Rodríguez, Joaquín Marhuenda Fructuoso y Sonia Sanabria García
- 222/2005 Human capital accumulation and geography: empirical evidence in the European Union  
Jesús López-Rodríguez, J. Andrés Faiña y Jose Lopez Rodríguez
- 223/2005 Auditors' Forecasting in Going Concern Decisions: Framing, Confidence and Information Processing  
Waymond Rodgers and Andrés Guiral
- 224/2005 The effect of Structural Fund spending on the Galician region: an assessment of the 1994-1999 and 2000-2006 Galician CSFs  
José Ramón Cancelo de la Torre, J. Andrés Faiña and Jesús López-Rodríguez
- 225/2005 The effects of ownership structure and board composition on the audit committee activity: Spanish evidence  
Carlos Fernández Méndez and Rubén Arrondo García
- 226/2005 Cross-country determinants of bank income smoothing by managing loan loss provisions  
Ana Rosa Fonseca and Francisco González
- 227/2005 Incumplimiento fiscal en el irpf (1993-2000): un análisis de sus factores determinantes  
Alejandro Estellér Moré
- 228/2005 Region versus Industry effects: volatility transmission  
Pilar Soriano Felipe and Francisco J. Climent Diranzo
- 229/2005 Concurrent Engineering: The Moderating Effect Of Uncertainty On New Product Development Success  
Daniel Vázquez-Bustelo and Sandra Valle
- 230/2005 On zero lower bound traps: a framework for the analysis of monetary policy in the 'age' of central banks  
Alfonso Palacio-Vera
- 231/2005 Reconciling Sustainability and Discounting in Cost Benefit Analysis: a methodological proposal  
M. Carmen Almansa Sáez and Javier Calatrava Requena
- 232/2005 Can The Excess Of Liquidity Affect The Effectiveness Of The European Monetary Policy?  
Santiago Carbó Valverde and Rafael López del Paso
- 233/2005 Inheritance Taxes In The Eu Fiscal Systems: The Present Situation And Future Perspectives.  
Miguel Angel Barberán Lahuerta
- 234/2006 Bank Ownership And Informativeness Of Earnings.  
Víctor M. González
- 235/2006 Developing A Predictive Method: A Comparative Study Of The Partial Least Squares Vs Maximum Likelihood Techniques.  
Waymond Rodgers, Paul Pavlou and Andres Guiral.
- 236/2006 Using Compromise Programming for Macroeconomic Policy Making in a General Equilibrium Framework: Theory and Application to the Spanish Economy.  
Francisco J. André, M. Alejandro Cardenete y Carlos Romero.

- 237/2006 Bank Market Power And Sme Financing Constraints.  
Santiago Carbó-Valverde, Francisco Rodríguez-Fernández y Gregory F. Udell.
- 238/2006 Trade Effects Of Monetary Agreements: Evidence For Oecd Countries.  
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero y José Antonio Martínez-Serrano.
- 239/2006 The Quality Of Institutions: A Genetic Programming Approach.  
Marcos Álvarez-Díaz y Gonzalo Caballero Miguez.
- 240/2006 La interacción entre el éxito competitivo y las condiciones del mercado doméstico como determinantes de la decisión de exportación en las Pymes.  
Francisco García Pérez.
- 241/2006 Una estimación de la depreciación del capital humano por sectores, por ocupación y en el tiempo.  
Inés P. Murillo.
- 242/2006 Consumption And Leisure Externalities, Economic Growth And Equilibrium Efficiency.  
Manuel A. Gómez.
- 243/2006 Measuring efficiency in education: an analysis of different approaches for incorporating non-discretionary inputs.  
Jose Manuel Cordero-Ferrera, Francisco Pedraja-Chaparro y Javier Salinas-Jiménez
- 244/2006 Did The European Exchange-Rate Mechanism Contribute To The Integration Of Peripheral Countries?.  
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero y José Antonio Martínez-Serrano
- 245/2006 Intergenerational Health Mobility: An Empirical Approach Based On The Echp.  
Marta Pascual and David Cantarero
- 246/2006 Measurement and analysis of the Spanish Stock Exchange using the Lyapunov exponent with digital technology.  
Salvador Rojí Ferrari and Ana Gonzalez Marcos
- 247/2006 Testing For Structural Breaks In Variance With additive Outliers And Measurement Errors.  
Paulo M.M. Rodrigues and Antonio Rubia
- 248/2006 The Cost Of Market Power In Banking: Social Welfare Loss Vs. Cost Inefficiency.  
Joaquín Maudos and Juan Fernández de Guevara
- 249/2006 Elasticidades de largo plazo de la demanda de vivienda: evidencia para España (1885-2000).  
Desiderio Romero Jordán, José Félix Sanz Sanz y César Pérez López
- 250/2006 Regional Income Disparities in Europe: What role for location?.  
Jesús López-Rodríguez and J. Andrés Faña
- 251/2006 Funciones abreviadas de bienestar social: Una forma sencilla de simultaneizar la medición de la eficiencia y la equidad de las políticas de gasto público.  
Nuria Badenes Plá y Daniel Santín González
- 252/2006 "The momentum effect in the Spanish stock market: Omitted risk factors or investor behaviour?".  
Luis Muga and Rafael Santamaría
- 253/2006 Dinámica de precios en el mercado español de gasolina: un equilibrio de colusión tácita.  
Jordi Perdiguero García

- 254/2006 Desigualdad regional en España: renta permanente versus renta corriente.  
José M. Pastor, Empar Pons y Lorenzo Serrano
- 255/2006 Environmental implications of organic food preferences: an application of the impure public goods model.  
Ana Maria Aldanondo-Ochoa y Carmen Almansa-Sáez
- 256/2006 Family tax credits versus family allowances when labour supply matters: Evidence for Spain.  
José Felix Sanz-Sanz, Desiderio Romero-Jordán y Santiago Álvarez-García
- 257/2006 La internacionalización de la empresa manufacturera española: efectos del capital humano genérico y específico.  
José López Rodríguez
- 258/2006 Evaluación de las migraciones interregionales en España, 1996-2004.  
María Martínez Torres
- 259/2006 Efficiency and market power in Spanish banking.  
Rolf Färe, Shawna Grosskopf y Emili Tortosa-Ausina.
- 260/2006 Asimetrías en volatilidad, beta y contagios entre las empresas grandes y pequeñas cotizadas en la bolsa española.  
Helena Chuliá y Hipòlit Torró.
- 261/2006 Birth Replacement Ratios: New Measures of Period Population Replacement.  
José Antonio Ortega.
- 262/2006 Accidentes de tráfico, víctimas mortales y consumo de alcohol.  
José M<sup>a</sup> Arranz y Ana I. Gil.
- 263/2006 Análisis de la Presencia de la Mujer en los Consejos de Administración de las Mil Mayores Empresas Españolas.  
Ruth Mateos de Cabo, Lorenzo Escot Mangas y Ricardo Gimeno Nogués.
- 264/2006 Crisis y Reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Las Limitaciones de la Política Económica en Europa.  
Ignacio Álvarez Peralta.
- 265/2006 Have Child Tax Allowances Affected Family Size? A Microdata Study For Spain (1996-2000).  
Jaime Vallés-Giménez y Anabel Zárate-Marco.
- 266/2006 Health Human Capital And The Shift From Foraging To Farming.  
Paolo Rungo.
- 267/2006 Financiación Autonómica y Política de la Competencia: El Mercado de Gasolina en Canarias.  
Juan Luis Jiménez y Jordi Perdiguero.
- 268/2006 El cumplimiento del Protocolo de Kyoto para los hogares españoles: el papel de la imposición sobre la energía.  
Desiderio Romero-Jordán y José Félix Sanz-Sanz.
- 269/2006 Banking competition, financial dependence and economic growth  
Joaquín Maudos y Juan Fernández de Guevara
- 270/2006 Efficiency, subsidies and environmental adaptation of animal farming under CAP  
Werner Kleinhanß, Carmen Murillo, Carlos San Juan y Stefan Sperlich

- 271/2006 Interest Groups, Incentives to Cooperation and Decision-Making Process in the European Union  
A. Garcia-Lorenzo y Jesús López-Rodríguez
- 272/2006 Riesgo asimétrico y estrategias de momentum en el mercado de valores español  
Luis Muga y Rafael Santamaría
- 273/2006 Valoración de capital-riesgo en proyectos de base tecnológica e innovadora a través de la teoría de opciones reales  
Gracia Rubio Martín
- 274/2006 Capital stock and unemployment: searching for the missing link  
Ana Rosa Martínez-Cañete, Elena Márquez de la Cruz, Alfonso Palacio-Vera and Inés Pérez-Soba Aguilar
- 275/2006 Study of the influence of the voters' political culture on vote decision through the simulation of a political competition problem in Spain  
Sagrario Lantarón, Isabel Lillo, M<sup>a</sup> Dolores López and Javier Rodrigo
- 276/2006 Investment and growth in Europe during the Golden Age  
Antonio Cubel and M<sup>a</sup> Teresa Sanchis
- 277/2006 Efectos de vincular la pensión pública a la inversión en cantidad y calidad de hijos en un modelo de equilibrio general  
Robert Meneu Gaya
- 278/2006 El consumo y la valoración de activos  
Elena Márquez y Belén Nieto
- 279/2006 Economic growth and currency crisis: A real exchange rate entropic approach  
David Matesanz Gómez y Guillermo J. Ortega
- 280/2006 Three measures of returns to education: An illustration for the case of Spain  
María Arrazola y José de Hevia
- 281/2006 Composition of Firms versus Composition of Jobs  
Antoni Cunyat
- 282/2006 La vocación internacional de un holding tranviario belga: la Compagnie Mutuelle de Tramways, 1895-1918  
Alberte Martínez López
- 283/2006 Una visión panorámica de las entidades de crédito en España en la última década.  
Constantino García Ramos
- 284/2006 Foreign Capital and Business Strategies: a comparative analysis of urban transport in Madrid and Barcelona, 1871-1925  
Alberte Martínez López
- 285/2006 Los intereses belgas en la red ferroviaria catalana, 1890-1936  
Alberte Martínez López
- 286/2006 The Governance of Quality: The Case of the Agrifood Brand Names  
Marta Fernández Barcala, Manuel González-Díaz y Emmanuel Raynaud
- 287/2006 Modelling the role of health status in the transition out of malthusian equilibrium  
Paolo Rungo, Luis Currais and Berta Rivera
- 288/2006 Industrial Effects of Climate Change Policies through the EU Emissions Trading Scheme  
Xavier Labandeira and Miguel Rodríguez

- 289/2006 Globalisation and the Composition of Government Spending: An analysis for OECD countries  
Norman Gemmell, Richard Kneller and Ismael Sanz
- 290/2006 La producción de energía eléctrica en España: Análisis económico de la actividad tras la liberalización del Sector Eléctrico  
Fernando Hernández Martínez
- 291/2006 Further considerations on the link between adjustment costs and the productivity of R&D investment: evidence for Spain  
Desiderio Romero-Jordán, José Félix Sanz-Sanz and Inmaculada Álvarez-Ayuso
- 292/2006 Una teoría sobre la contribución de la función de compras al rendimiento empresarial  
Javier González Benito
- 293/2006 Agility drivers, enablers and outcomes: empirical test of an integrated agile manufacturing model  
Daniel Vázquez-Bustelo, Lucía Avella and Esteban Fernández
- 294/2006 Testing the parametric vs the semiparametric generalized mixed effects models  
María José Lombardía and Stefan Sperlich
- 295/2006 Nonlinear dynamics in energy futures  
Mariano Matilla-García
- 296/2006 Estimating Spatial Models By Generalized Maximum Entropy Or How To Get Rid Of W  
Esteban Fernández Vázquez, Matías Mayor Fernández and Jorge Rodríguez-Valez
- 297/2006 Optimización fiscal en las transmisiones lucrativas: análisis metodológico  
Félix Domínguez Barrero
- 298/2006 La situación actual de la banca online en España  
Francisco José Climent Diranzo y Alexandre Momparler Pechuán
- 299/2006 Estrategia competitiva y rendimiento del negocio: el papel mediador de la estrategia y las capacidades productivas  
Javier González Benito y Isabel Suárez González
- 300/2006 A Parametric Model to Estimate Risk in a Fixed Income Portfolio  
Pilar Abad and Sonia Benito
- 301/2007 Análisis Empírico de las Preferencias Sociales Respecto del Gasto en Obra Social de las Cajas de Ahorros  
Alejandro Esteller-Moré, Jonathan Jorba Jiménez y Albert Solé-Ollé
- 302/2007 Assessing the enlargement and deepening of regional trading blocs: The European Union case  
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero y José Antonio Martínez-Serrano
- 303/2007 ¿Es la Franquicia un Medio de Financiación?: Evidencia para el Caso Español  
Vanessa Solís Rodríguez y Manuel González Díaz
- 304/2007 On the Finite-Sample Biases in Nonparametric Testing for Variance Constancy  
Paulo M.M. Rodrigues and Antonio Rubia
- 305/2007 Spain is Different: Relative Wages 1989-98  
José Antonio Carrasco Gallego

- 306/2007 Poverty reduction and SAM multipliers: An evaluation of public policies in a regional framework  
Francisco Javier De Miguel-Vélez y Jesús Pérez-Mayo
- 307/2007 La Eficiencia en la Gestión del Riesgo de Crédito en las Cajas de Ahorro  
Marcelino Martínez Cabrera
- 308/2007 Optimal environmental policy in transport: unintended effects on consumers' generalized price  
M. Pilar Socorro and Ofelia Betancor
- 309/2007 Agricultural Productivity in the European Regions: Trends and Explanatory Factors  
Roberto Ezcurra, Belen Iraizoz, Pedro Pascual and Manuel Rapún
- 310/2007 Long-run Regional Population Divergence and Modern Economic Growth in Europe: a Case Study of Spain  
María Isabel Ayuda, Fernando Collantes and Vicente Pinilla
- 311/2007 Financial Information effects on the measurement of Commercial Banks' Efficiency  
Borja Amor, María T. Tascón and José L. Fanjul
- 312/2007 Neutralidad e incentivos de las inversiones financieras en el nuevo IRPF  
Félix Domínguez Barrero
- 313/2007 The Effects of Corporate Social Responsibility Perceptions on The Valuation of Common Stock  
Waymond Rodgers , Helen Choy and Andres Guiral-Contreras
- 314/2007 Country Creditor Rights, Information Sharing and Commercial Banks' Profitability Persistence across the world  
Borja Amor, María T. Tascón and José L. Fanjul
- 315/2007 ¿Es Relevante el Déficit Corriente en una Unión Monetaria? El Caso Español  
Javier Blanco González y Ignacio del Rosal Fernández
- 316/2007 The Impact of Credit Rating Announcements on Spanish Corporate Fixed Income Performance: Returns, Yields and Liquidity  
Pilar Abad, Antonio Díaz and M. Dolores Robles
- 317/2007 Indicadores de Lealtad al Establecimiento y Formato Comercial Basados en la Distribución del Presupuesto  
Cesar Augusto Bustos Reyes y Óscar González Benito
- 318/2007 Migrants and Market Potential in Spain over The XXth Century: A Test Of The New Economic Geography  
Daniel A. Tirado, Jordi Pons, Elisenda Paluzie and Javier Silvestre
- 319/2007 El Impacto del Coste de Oportunidad de la Actividad Emprendedora en la Intención de los Ciudadanos Europeos de Crear Empresas  
Luis Miguel Zapico Aldeano
- 320/2007 Los belgas y los ferrocarriles de vía estrecha en España, 1887-1936  
Alberte Martínez López
- 321/2007 Competición política bipartidista. Estudio geométrico del equilibrio en un caso ponderado  
Isabel Lillo, M<sup>a</sup> Dolores López y Javier Rodrigo
- 322/2007 Human resource management and environment management systems: an empirical study  
M<sup>a</sup> Concepción López Fernández, Ana M<sup>a</sup> Serrano Bedía and Gema García Piqueres

- 323/2007 Wood and industrialization. evidence and hypotheses from the case of Spain, 1860-1935.  
Iñaki Iriarte-Goñi and María Isabel Ayuda Bosque
- 324/2007 New evidence on long-run monetary neutrality.  
J. Cunado, L.A. Gil-Alana and F. Perez de Gracia
- 325/2007 Monetary policy and structural changes in the volatility of us interest rates.  
Juncal Cuñado, Javier Gomez Biscarri and Fernando Perez de Gracia
- 326/2007 The productivity effects of intrafirm diffusion.  
Lucio Fuentelsaz, Jaime Gómez and Sergio Palomas
- 327/2007 Unemployment duration, layoffs and competing risks.  
J.M. Arranz, C. García-Serrano and L. Toharia
- 328/2007 El grado de cobertura del gasto público en España respecto a la UE-15  
Nuria Rueda, Begoña Barruso, Carmen Calderón y M<sup>a</sup> del Mar Herrador
- 329/2007 The Impact of Direct Subsidies in Spain before and after the CAP'92 Reform  
Carmen Murillo, Carlos San Juan and Stefan Sperlich
- 330/2007 Determinants of post-privatisation performance of Spanish divested firms  
Laura Cabeza García and Silvia Gómez Ansón
- 331/2007 ¿Por qué deciden diversificar las empresas españolas? Razones oportunistas versus razones económicas  
Almudena Martínez Campillo
- 332/2007 Dynamical Hierarchical Tree in Currency Markets  
Juan Gabriel Brida, David Matesanz Gómez and Wiston Adrián Risso
- 333/2007 Los determinantes sociodemográficos del gasto sanitario. Análisis con microdatos individuales  
Ana María Angulo, Ramón Barberán, Pilar Egea y Jesús Mur
- 334/2007 Why do companies go private? The Spanish case  
Inés Pérez-Soba Aguilar
- 335/2007 The use of gis to study transport for disabled people  
Verónica Cañal Fernández
- 336/2007 The long run consequences of M&A: An empirical application  
Cristina Bernad, Lucio Fuentelsaz and Jaime Gómez
- 337/2007 Las clasificaciones de materias en economía: principios para el desarrollo de una nueva clasificación  
Valentín Edo Hernández
- 338/2007 Reforming Taxes and Improving Health: A Revenue-Neutral Tax Reform to Eliminate Medical and Pharmaceutical VAT  
Santiago Álvarez-García, Carlos Pestana Barros y Juan Prieto-Rodríguez
- 339/2007 Impacts of an iron and steel plant on residential property values  
Celia Bilbao-Terol
- 340/2007 Firm size and capital structure: Evidence using dynamic panel data  
Victor M. González and Francisco González

- 341/2007 ¿Cómo organizar una cadena hotelera? La elección de la forma de gobierno  
Marta Fernández Barcala y Manuel González Díaz
- 342/2007 Análisis de los efectos de la decisión de diversificar: un contraste del marco teórico “Agencia-  
Stewardship”  
Almudena Martínez Campillo y Roberto Fernández Gago
- 343/2007 Selecting portfolios given multiple eurostoxx-based uncertainty scenarios: a stochastic goal pro-  
gramming approach from fuzzy betas  
Enrique Ballester, Blanca Pérez-Gladish, Mar Arenas-Parra and Amelia Bilbao-Terol
- 344/2007 “El bienestar de los inmigrantes y los factores implicados en la decisión de emigrar”  
Anastasia Hernández Alemán y Carmelo J. León
- 345/2007 Governance Decisions in the R&D Process: An Integrative Framework Based on TCT and  
Knowledge View of The Firm.  
Andrea Martínez-Noya and Esteban García-Canal
- 346/2007 Diferencias salariales entre empresas públicas y privadas. El caso español  
Begoña Cueto y Nuria Sánchez- Sánchez
- 347/2007 Effects of Fiscal Treatments of Second Home Ownership on Renting Supply  
Celia Bilbao Terol and Juan Prieto Rodríguez
- 348/2007 Auditors’ ethical dilemmas in the going concern evaluation  
Andres Guiral, Waymond Rodgers, Emiliano Ruiz and Jose A. Gonzalo
- 349/2007 Convergencia en capital humano en España. Un análisis regional para el periodo 1970-2004  
Susana Morales Sequera y Carmen Pérez Esparrells
- 350/2007 Socially responsible investment: mutual funds portfolio selection using fuzzy multiobjective pro-  
gramming  
Blanca M<sup>a</sup> Pérez-Gladish, Mar Arenas-Parra , Amelia Bilbao-Terol and M<sup>a</sup> Victoria Rodríguez-  
Uría
- 351/2007 Persistencia del resultado contable y sus componentes: implicaciones de la medida de ajustes por  
devengo  
Raúl Iñiguez Sánchez y Francisco Poveda Fuentes
- 352/2007 Wage Inequality and Globalisation: What can we Learn from the Past? A General Equilibrium  
Approach  
Concha Betrán, Javier Ferri and Maria A. Pons
- 353/2007 Eficacia de los incentivos fiscales a la inversión en I+D en España en los años noventa  
Desiderio Romero Jordán y José Félix Sanz Sanz
- 354/2007 Convergencia regional en renta y bienestar en España  
Robert Meneu Gaya
- 355/2007 Tributación ambiental: Estado de la Cuestión y Experiencia en España  
Ana Carrera Poncela
- 356/2007 Salient features of dependence in daily us stock market indices  
Luis A. Gil-Alana, Juncal Cuñado and Fernando Pérez de Gracia
- 357/2007 La educación superior: ¿un gasto o una inversión rentable para el sector público?  
Inés P. Murillo y Francisco Pedraja

- 358/2007 Effects of a reduction of working hours on a model with job creation and job destruction  
Emilio Domínguez, Miren Ullibarri y Idoya Zabaleta
- 359/2007 Stock split size, signaling and earnings management: Evidence from the Spanish market  
José Yagüe, J. Carlos Gómez-Sala and Francisco Poveda-Fuentes
- 360/2007 Modelización de las expectativas y estrategias de inversión en mercados de derivados  
Begoña Font-Belaire
- 361/2008 Trade in capital goods during the golden age, 1953-1973  
M<sup>a</sup> Teresa Sanchis and Antonio Cubel
- 362/2008 El capital económico por riesgo operacional: una aplicación del modelo de distribución de pérdidas  
Enrique José Jiménez Rodríguez y José Manuel Fera Domínguez
- 363/2008 The drivers of effectiveness in competition policy  
Joan-Ramon Borrell and Juan-Luis Jiménez
- 364/2008 Corporate governance structure and board of directors remuneration policies: evidence from Spain  
Carlos Fernández Méndez, Rubén Arrondo García and Enrique Fernández Rodríguez
- 365/2008 Beyond the disciplinary role of governance: how boards and donors add value to Spanish foundations  
Pablo De Andrés Alonso, Valentín Azofra Palenzuela y M. Elena Romero Merino
- 366/2008 Complejidad y perfeccionamiento contractual para la contención del oportunismo en los acuerdos de franquicia  
Vanessa Solís Rodríguez y Manuel González Díaz
- 367/2008 Inestabilidad y convergencia entre las regiones europeas  
Jesús Mur, Fernando López y Ana Angulo
- 368/2008 Análisis espacial del cierre de explotaciones agrarias  
Ana Aldanondo Ochoa, Carmen Almansa Sáez y Valero Casanovas Oliva
- 369/2008 Cross-Country Efficiency Comparison between Italian and Spanish Public Universities in the period 2000-2005  
Tommaso Agasisti and Carmen Pérez Esparrells
- 370/2008 El desarrollo de la sociedad de la información en España: un análisis por comunidades autónomas  
María Concepción García Jiménez y José Luis Gómez Barroso
- 371/2008 El medioambiente y los objetivos de fabricación: un análisis de los modelos estratégicos para su consecución  
Lucía Avella Camarero, Esteban Fernández Sánchez y Daniel Vázquez-Bustelo
- 372/2008 Influence of bank concentration and institutions on capital structure: New international evidence  
Víctor M. González and Francisco González
- 373/2008 Generalización del concepto de equilibrio en juegos de competición política  
M<sup>a</sup> Dolores López González y Javier Rodrigo Hitos
- 374/2008 Smooth Transition from Fixed Effects to Mixed Effects Models in Multi-level regression Models  
María José Lombardía and Stefan Sperlich

- 375/2008 A Revenue-Neutral Tax Reform to Increase Demand for Public Transport Services  
Carlos Pestana Barros and Juan Prieto-Rodríguez
- 376/2008 Measurement of intra-distribution dynamics: An application of different approaches to the European regions  
Adolfo Maza, María Hierro and José Villaverde
- 377/2008 Migración interna de extranjeros y ¿nueva fase en la convergencia?  
María Hierro y Adolfo Maza
- 378/2008 Efectos de la Reforma del Sector Eléctrico: Modelización Teórica y Experiencia Internacional  
Ciro Eduardo Bazán Navarro
- 379/2008 A Non-Parametric Independence Test Using Permutation Entropy  
Mariano Matilla-García and Manuel Ruiz Marín
- 380/2008 Testing for the General Fractional Unit Root Hypothesis in the Time Domain  
Uwe Hassler, Paulo M.M. Rodrigues and Antonio Rubia
- 381/2008 Multivariate gram-charlier densities  
Esther B. Del Brio, Trino-Manuel Níguez and Javier Perote
- 382/2008 Analyzing Semiparametrically the Trends in the Gender Pay Gap - The Example of Spain  
Ignacio Moral-Arce, Stefan Sperlich, Ana I. Fernández-Saínz and Maria J. Roca
- 383/2008 A Cost-Benefit Analysis of a Two-Sided Card Market  
Santiago Carbó Valverde, David B. Humphrey, José Manuel Liñares Zegarra and Francisco Rodríguez Fernandez
- 384/2008 A Fuzzy Bicriteria Approach for Journal Deselection in a Hospital Library  
M. L. López-Avello, M. V. Rodríguez-Uría, B. Pérez-Gladish, A. Bilbao-Terol, M. Arenas-Parra
- 385/2008 Valoración de las grandes corporaciones farmacéuticas, a través del análisis de sus principales intangibles, con el método de opciones reales  
Gracia Rubio Martín y Prosper Lamothe Fernández
- 386/2008 El marketing interno como impulsor de las habilidades comerciales de las pyme españolas: efectos en los resultados empresariales  
M<sup>a</sup> Leticia Santos Vijande, M<sup>a</sup> José Sanzo Pérez, Nuria García Rodríguez y Juan A. Trespalacios Gutiérrez
- 387/2008 Understanding Warrants Pricing: A case study of the financial market in Spain  
David Abad y Belén Nieto
- 388/2008 Aglomeración espacial, Potencial de Mercado y Geografía Económica: Una revisión de la literatura  
Jesús López-Rodríguez y J. Andrés Faíña
- 389/2008 An empirical assessment of the impact of switching costs and first mover advantages on firm performance  
Jaime Gómez, Juan Pablo Maícas
- 390/2008 Tender offers in Spain: testing the wave  
Ana R. Martínez-Cañete y Inés Pérez-Soba Aguilar

- 391/2008 La integración del mercado español a finales del siglo XIX: los precios del trigo entre 1891 y 1905  
Mariano Matilla García, Pedro Pérez Pascual y Basilio Sanz Carnero
- 392/2008 Cuando el tamaño importa: estudio sobre la influencia de los sujetos políticos en la balanza de bienes y servicios  
Alfonso Echazarra de Gregorio
- 393/2008 Una visión cooperativa de las medidas ante el posible daño ambiental de la desalación  
Borja Montaña Sanz
- 394/2008 Efectos externos del endeudamiento sobre la calificación crediticia de las Comunidades Autónomas  
Andrés Leal Marcos y Julio López Laborda
- 395/2008 Technical efficiency and productivity changes in Spanish airports: A parametric distance functions approach  
Beatriz Tovar & Roberto Rendeiro Martín-Cejas
- 396/2008 Network analysis of exchange data: Interdependence drives crisis contagion  
David Matesanz Gómez & Guillermo J. Ortega
- 397/2008 Explaining the performance of Spanish privatised firms: a panel data approach  
Laura Cabeza Garcia and Silvia Gomez Anson
- 398/2008 Technological capabilities and the decision to outsource R&D services  
Andrea Martínez-Noya and Esteban García-Canal
- 399/2008 Hybrid Risk Adjustment for Pharmaceutical Benefits  
Manuel García-Goñi, Pere Ibern & José María Inoriza
- 400/2008 The Team Consensus–Performance Relationship and the Moderating Role of Team Diversity  
José Henrique Dieguez, Javier González-Benito and Jesús Galende
- 401/2008 The institutional determinants of CO<sub>2</sub> emissions: A computational modelling approach using Artificial Neural Networks and Genetic Programming  
Marcos Álvarez-Díaz , Gonzalo Caballero Miguez and Mario Soliño
- 402/2008 Alternative Approaches to Include Exogenous Variables in DEA Measures: A Comparison Using Monte Carlo  
José Manuel Cordero-Ferrera, Francisco Pedraja-Chaparro and Daniel Santín-González
- 403/2008 Efecto diferencial del capital humano en el crecimiento económico andaluz entre 1985 y 2004: comparación con el resto de España  
M<sup>a</sup> del Pópulo Pablo-Romero Gil-Delgado y M<sup>a</sup> de la Palma Gómez-Calero Valdés
- 404/2008 Análisis de fusiones, variaciones conjeturales y la falacia del estimador en diferencias  
Juan Luis Jiménez y Jordi Perdiguero
- 405/2008 Política fiscal en la ue: ¿basta con los estabilizadores automáticos?  
Jorge Uxó González y M<sup>a</sup> Jesús Arroyo Fernández
- 406/2008 Papel de la orientación emprendedora y la orientación al mercado en el éxito de las empresas  
Óscar González-Benito, Javier González-Benito y Pablo A. Muñoz-Gallego
- 407/2008 La presión fiscal por impuesto sobre sociedades en la unión europea  
Elena Fernández Rodríguez, Antonio Martínez Arias y Santiago Álvarez García

- 408/2008 The environment as a determinant factor of the purchasing and supply strategy: an empirical analysis  
Dr. Javier González-Benito y MS Duilio Reis da Rocha
- 409/2008 Cooperation for innovation: the impact on innovatory effort  
Gloria Sánchez González and Liliana Herrera
- 410/2008 Spanish post-earnings announcement drift and behavioral finance models  
Carlos Forner and Sonia Sanabria
- 411/2008 Decision taking with external pressure: evidence on football manager dismissals in argentina and their consequences  
Ramón Flores, David Forrest and Juan de Dios Tena
- 412/2008 Comercio agrario latinoamericano, 1963-2000: aplicación de la ecuación gravitacional para flujos desagregados de comercio  
Raúl Serrano y Vicente Pinilla
- 413/2008 Voter heuristics in Spain: a descriptive approach elector decision  
José Luís Sáez Lozano and Antonio M. Jaime Castillo
- 414/2008 Análisis del efecto área de salud de residencia sobre la utilización y acceso a los servicios sanitarios en la Comunidad Autónoma Canaria  
Ignacio Abásolo Alessón, Lidia García Pérez, Raquel Aguiar Ibáñez y Asier Amador Robayna
- 415/2008 Impact on competitive balance from allowing foreign players in a sports league: an analytical model and an empirical test  
Ramón Flores, David Forrest & Juan de Dios Tena
- 416/2008 Organizational innovation and productivity growth: Assessing the impact of outsourcing on firm performance  
Alberto López
- 417/2008 Value Efficiency Analysis of Health Systems  
Eduardo González, Ana Cárcaba & Juan Ventura
- 418/2008 Equidad en la utilización de servicios sanitarios públicos por comunidades autónomas en España: un análisis multinivel  
Ignacio Abásolo, Jaime Pinilla, Miguel Negrín, Raquel Aguiar y Lidia García
- 419/2008 Piedras en el camino hacia Bolonia: efectos de la implantación del EEES sobre los resultados académicos  
Carmen Florido, Juan Luis Jiménez e Isabel Santana
- 420/2008 The welfare effects of the allocation of airlines to different terminals  
M. Pilar Socorro and Ofelia Betancor
- 421/2008 How bank capital buffers vary across countries. The influence of cost of deposits, market power and bank regulation  
Ana Rosa Fonseca and Francisco González
- 422/2008 Analysing health limitations in spain: an empirical approach based on the european community household panel  
Marta Pascual and David Cantarero

- 423/2008 Regional productivity variation and the impact of public capital stock: an analysis with spatial interaction, with reference to Spain  
Miguel Gómez-Antonio and Bernard Fingleton
- 424/2008 Average effect of training programs on the time needed to find a job. The case of the training schools program in the south of Spain (Seville, 1997-1999).  
José Manuel Cansino Muñoz-Repiso and Antonio Sánchez Braza
- 425/2008 Medición de la eficiencia y cambio en la productividad de las empresas distribuidoras de electricidad en Perú después de las reformas  
Raúl Pérez-Reyes y Beatriz Tovar
- 426/2008 Acercando posturas sobre el descuento ambiental: sondeo Delphi a expertos en el ámbito internacional  
Carmen Almansa Sáez y José Miguel Martínez Paz
- 427/2008 Determinants of abnormal liquidity after rating actions in the Corporate Debt Market  
Pilar Abad, Antonio Díaz and M. Dolores Robles
- 428/2008 Export led-growth and balance of payments constrained. New formalization applied to Cuban commercial regimes since 1960  
David Matesanz Gómez, Guadalupe Fugarolas Álvarez-Ude and Isis Mañalich Gálvez
- 429/2008 La deuda implícita y el desequilibrio financiero-actuarial de un sistema de pensiones. El caso del régimen general de la seguridad social en España  
José Enrique Devesa Carpio y Mar Devesa Carpio
- 430/2008 Efectos de la descentralización fiscal sobre el precio de los carburantes en España  
Desiderio Romero Jordán, Marta Jorge García-Inés y Santiago Álvarez García
- 431/2008 Euro, firm size and export behavior  
Silviano Esteve-Pérez, Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero and José Antonio Martínez-Serrano
- 432/2008 Does social spending increase support for free trade in advanced democracies?  
Ismael Sanz, Ferran Martínez i Coma and Federico Steinberg
- 433/2008 Potencial de Mercado y Estructura Espacial de Salarios: El Caso de Colombia  
Jesús López-Rodríguez y Maria Cecilia Acevedo
- 434/2008 Persistence in Some Energy Futures Markets  
Juncal Cunado, Luis A. Gil-Alana and Fernando Pérez de Gracia
- 435/2008 La inserción financiera externa de la economía francesa: inversores institucionales y nueva gestión empresarial  
Ignacio Álvarez Peralta
- 436/2008 ¿Flexibilidad o rigidez salarial en España?: un análisis a escala regional  
Ignacio Moral Arce y Adolfo Maza Fernández
- 437/2009 Intangible relationship-specific investments and the performance of r&d outsourcing agreements  
Andrea Martínez-Noya, Esteban García-Canal & Mauro F. Guillén
- 438/2009 Friendly or Controlling Boards?  
Pablo de Andrés Alonso & Juan Antonio Rodríguez Sanz

- 439/2009 La sociedad Trenor y Cía. (1838-1926): un modelo de negocio industrial en la España del siglo XIX  
Amparo Ruiz Llopis
- 440/2009 Continental bias in trade  
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero & José Antonio Martínez Serrano
- 441/2009 Determining operational capital at risk: an empirical application to the retail banking  
Enrique José Jiménez-Rodríguez, José Manuel Feria-Domínguez & José Luis Martín-Marín
- 442/2009 Costes de mitigación y escenarios post-kyoto en España: un análisis de equilibrio general para España  
Mikel González Ruiz de Eguino
- 443/2009 Las revistas españolas de economía en las bibliotecas universitarias: ranking, valoración del indicador y del sistema  
Valentín Edo Hernández
- 444/2009 Convergencia económica en España y coordinación de políticas económicas. un estudio basado en la estructura productiva de las CC.AA.  
Ana Cristina Mingorance Arnáiz
- 445/2009 Instrumentos de mercado para reducir emisiones de co2: un análisis de equilibrio general para España  
Mikel González Ruiz de Eguino
- 446/2009 El comercio intra e inter-regional del sector Turismo en España  
Carlos Llano y Tamara de la Mata
- 447/2009 Efectos del incremento del precio del petróleo en la economía española: Análisis de cointegración y de la política monetaria mediante reglas de Taylor  
Fernando Hernández Martínez
- 448/2009 Bologna Process and Expenditure on Higher Education: A Convergence Analysis of the EU-15  
T. Agasisti, C. Pérez Esparrells, G. Catalano & S. Morales
- 449/2009 Global Economy Dynamics? Panel Data Approach to Spillover Effects  
Gregory Daco, Fernando Hernández Martínez & Li-Wu Hsu
- 450/2009 Pricing levered warrants with dilution using observable variables  
Isabel Abinzano & Javier F. Navas
- 451/2009 Information technologies and financial performance: The effect of technology diffusion among competitors  
Lucio Fuentelsaz, Jaime Gómez & Sergio Palomas
- 452/2009 A Detailed Comparison of Value at Risk in International Stock Exchanges  
Pilar Abad & Sonia Benito
- 453/2009 Understanding offshoring: has Spain been an offshoring location in the nineties?  
Belén González-Díaz & Rosario Gandoy
- 454/2009 Outsourcing decision, product innovation and the spatial dimension: Evidence from the Spanish footwear industry  
José Antonio Belso-Martínez

- 455/2009 Does playing several competitions influence a team's league performance? Evidence from Spanish professional football  
Andrés J. Picazo-Tadeo & Francisco González-Gómez
- 456/2009 Does accessibility affect retail prices and competition? An empirical application  
Juan Luis Jiménez and Jordi Perdiguero
- 457/2009 Cash conversion cycle in smes  
Sonia Baños-Caballero, Pedro J. García-Teruel and Pedro Martínez-Solano
- 458/2009 Un estudio sobre el perfil de hogares endeudados y sobreendeudados: el caso de los hogares vascos  
Alazne Mujika Alberdi, Iñaki García Arrizabalaga y Juan José Gibaja Martíns
- 459/2009 Imposing monotonicity on outputs in parametric distance function estimations: with an application to the spanish educational production  
Sergio Perelman and Daniel Santin
- 460/2009 Key issues when using tax data for concentration analysis: an application to the Spanish wealth tax  
José M<sup>a</sup> Durán-Cabré and Alejandro Esteller-Moré
- 461/2009 ¿Se está rompiendo el mercado español? Una aplicación del enfoque de feldstein –horioka  
Saúl De Vicente Queijeiro□, José Luis Pérez Rivero□ y María Rosalía Vicente Cuervo□
- 462/2009 Financial condition, cost efficiency and the quality of local public services  
Manuel A. Muñiz□ & José L. Zafra□□
- 463/2009 Including non-cognitive outputs in a multidimensional evaluation of education production: an international comparison  
Marián García Valiñas & Manuel Antonio Muñiz Pérez
- 464/2009 A political look into budget deficits. The role of minority governments and oppositions  
Albert Falcó-Gimeno & Ignacio Jurado
- 465/2009 La simulación del cuadro de mando integral. Una herramienta de aprendizaje en la materia de contabilidad de gestión  
Elena Urquía Grande, Clara Isabel Muñoz Colomina y Elisa Isabel Cano Montero
- 466/2009 Análisis histórico de la importancia de la industria de la desalinización en España  
Borja Montaña Sanz
- 467/2009 The dynamics of trade and innovation: a joint approach  
Silviano Esteve-Pérez & Diego Rodríguez
- 468/2009 Measuring international reference-cycles  
Sonia de Lucas Santos, Inmaculada Álvarez Ayuso & M<sup>a</sup> Jesús Delgado Rodríguez
- 469/2009 Measuring quality of life in Spanish municipalities  
Eduardo González Fidalgo, Ana Cárcaba García, Juan Ventura Victoria & Jesús García García
- 470/2009 ¿Cómo se valoran las acciones españolas: en el mercado de capitales doméstico o en el europeo?  
Begoña Font Belaire y Alfredo Juan Grau Grau
- 471/2009 Patterns of e-commerce adoption and intensity. evidence for the european union-27  
María Rosalía Vicente & Ana Jesús López

- 472/2009 On measuring the effect of demand uncertainty on costs: an application to port terminals  
Ana Rodríguez-Álvarez, Beatriz Tovar & Alan Wall
- 473/2009 Order of market entry, market and technological evolution and firm competitive performance  
Jaime Gomez, Gianvito Lanzolla & Juan Pablo Maicas
- 474/2009 La Unión Económica y Monetaria Europea en el proceso exportador de Castilla y León (1993-2007): un análisis de datos de panel  
Almudena Martínez Campillo y M<sup>a</sup> del Pilar Sierra Fernández
- 475/2009 Do process innovations boost SMEs productivity growth?  
Juan A. Mañez, María E. Rochina Barrachina, Amparo Sanchis Llopis & Juan A. Sanchis Llopis
- 476/2009 Incertidumbre externa y elección del modo de entrada en el marco de la inversión directa en el exterior  
Cristina López Duarte y Marta M<sup>a</sup> Vidal Suárez
- 477/2009 Testing for structural breaks in factor loadings: an application to international business cycle  
José Luis Cendejas Bueno, Sonia de Lucas Santos, Inmaculada Álvarez Ayuso & M<sup>a</sup> Jesús Delgado Rodríguez
- 478/2009 ¿Esconde la rigidez de precios la existencia de colusión? El caso del mercado de carburantes en las Islas Canarias  
Juan Luis Jiménez□ y Jordi Perdiguero
- 479/2009 The poni test with structural breaks  
Antonio Aznar & María-Isabel Ayuda
- 480/2009 Accuracy and reliability of Spanish regional accounts (CRE-95)  
Verónica Cañal Fernández
- 481/2009 Estimating regional variations of R&D effects on productivity growth by entropy econometrics  
Esteban Fernández-Vázquez y Fernando Rubiera-Morollón
- 482/2009 Why do local governments privatize the provision of water services? Empirical evidence from Spain  
Francisco González-Gómez, Andrés J. Picazo-Tadeo & Jorge Guardiola
- 483/2009 Assessing the regional digital divide across the European Union-27  
María Rosalía Vicente & Ana Jesús López
- 484/2009 Measuring educational efficiency and its determinants in Spain with parametric distance functions  
José Manuel Cordero Ferrera, Eva Crespo Cebada & Daniel Santín González
- 485/2009 Spatial analysis of public employment services in the Spanish provinces  
Patricia Suárez Cano & Matías Mayor Fernández
- 486/2009 Trade effects of continental and intercontinental preferential trade agreements  
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero & José Antonio Martínez-Serrano
- 487/2009 Testing the accuracy of DEA for measuring efficiency in education under endogeneity  
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero & José Antonio Martínez-Serrano
- 488/2009 Measuring efficiency in primary health care: the effect of exogenous variables on results  
José Manuel Cordero Ferrera, Eva Crespo Cebada & Luis R. Murillo Zamorano

- 489/2009 Capital structure determinants in growth firms accessing venture funding  
Marina Balboa, José Martí & Álvaro Tresierra
- 490/2009 Determinants of debt maturity structure across firm size  
Victor M. González
- 491/2009 Análisis del efecto de la aplicación de las NIIF en la valoración de las salidas a bolsa  
Susana Álvarez Otero y Eduardo Rodríguez Enríquez
- 492/2009 An analysis of urban size and territorial location effects on employment probabilities: the spanish case  
Ana Viñuela-Jiménez, Fernando Rubiera-Morollón & Begoña Cueto
- 493/2010 Determinantes de la estructura de los consejos de administración en España  
Isabel Acero Fraile□ y Nuria Alcalde Fradejas
- 494/2010 Performance and completeness in repeated inter-firm relationships: the case of franchising  
Vanessa Solis-Rodriguez & Manuel Gonzalez-Diaz
- 495/2010 A Revenue-Based Frontier Measure of Banking Competition  
Santiago Carbó, David Humphrey & Francisco Rodríguez
- 496/2010 Categorical segregation in social networks  
Antoni Rubí-Barceló
- 497/2010 Beneficios ambientales no comerciales de la directiva marco del agua en condiciones de escasez: análisis económico para el Guadalquivir  
Julia Martin-Ortega, Giacomo Giannoccaro y Julio Berbel Vecino
- 498/2010 Monetary integration and risk diversification in eu-15 sovereign debt markets  
Juncal Cuñado & Marta Gómez-Puig
- 499/2010 The Marshall Plan and the Spanish autarky: A welfare loss analysis  
José Antonio Carrasco Gallego
- 500/2010 The role of learning in firm R&D persistence  
Juan A. Mañez, María E. Rochina-Barrachina, Amparo Sanchis-Llopis & Juan A. Sanchis-Llopis
- 501/2010 Is venture capital more than just money?  
Marina Balboa, José Martí & Nina Zieling
- 502/2010 On the effects of supply strategy on business performance: do the relationships among generic competitive objectives matter?  
Javier González-Benito
- 503/2010 Corporate cash holding and firm value  
Cristina Martínez-Sola, Pedro J. García-Teruel & Pedro Martínez-Solano
- 504/2010 El impuesto de flujos de caja de sociedades: una propuesta de base imponible y su aproximación contable en España  
Lourdes Jerez Barroso y Joaquín Texeira Quirós
- 505/2010 The effect of technological, commercial and human resources on the use of new technology  
Jaime Gómez & Pilar Vargas

- 506/2010 ¿Cómo ha afectado la fiscalidad a la rentabilidad de la inversión en vivienda en España?  
Un análisis para el periodo 1996 y 2007  
Jorge Onrubia Fernández y María del Carmen Rodado Ruiz
- 507/2010 Modelización de flujos en el análisis input-output a partir de la teoría de redes  
Ana Salomé García Muñiz
- 508/2010 Export-led-growth hypothesis revisited. a balance of payments approach for Argentina, Brazil, Chile and Mexico  
David Matesanz Gómez & Guadalupe Fugarolas Álvarez-Ude
- 509/2010 Realised hedge ratio properties, performance and implications for risk management: evidence from the spanish ibex 35 spot and futures markets  
David G McMillan & Raquel Quiroga García
- 510/2010 Do we sack the manager... or is it better not to? Evidence from Spanish professional football  
Francisco González-Gómez, Andrés J. Picazo-Tadeo & Miguel Á. García-Rubio
- 511/2010 Have Spanish port sector reforms during the last two decades been successful? A cost frontier approach  
Ana Rodríguez-Álvarez & Beatriz Tovar
- 512/2010 Size & Regional Distribution of Financial Behavior Patterns in Spain  
Juan Antonio Maroto Acín, Pablo García Estévez & Salvador Roji Ferrari
- 513/2010 The impact of public reforms on the productivity of the Spanish ports: a parametric distance function approach  
Ramón Núñez-Sánchez & Pablo Coto-Millán
- 514/2010 Trade policy versus institutional trade barriers: an application using “good old” ols  
Laura Márquez-Ramos, Inmaculada Martínez-Zarzoso & Celestino Suárez-Burguet
- 515/2010 The “Double Market” approach in venture capital and private equity activity: the case of Europe  
Marina Balboa & José Martí
- 516/2010 International accounting differences and earnings smoothing in the banking industry  
Marina Balboa, Germán López-Espinosa & Antonio Rubia
- 517/2010 Convergence in car prices among European countries  
Simón Sosvilla-Rivero & Salvador Gil-Pareja
- 518/2010 Effects of process and product-oriented innovations on employee downsizing  
José David Vicente-Lorente & José Ángel Zúñiga-Vicente
- 519/2010 Inequality, the politics of redistribution and the tax-mix  
Jenny De Freitas
- 520/2010 Efectos del desajuste educativo sobre el rendimiento privado de la educación: un análisis para el caso español (1995-2006)  
Inés P. Murillo, Marta Rahona y M<sup>a</sup> del Mar Salinas
- 521/2010 Structural breaks and real convergence in opec countries  
Juncal Cuñado
- 522/2010 Human Capital, Geographical location and Policy Implications: The case of Romania  
Jesús López-Rodríguez□, Andres Faiña y Bolea Cosmin-Gabriel

- 523/2010 Organizational unlearning context fostering learning for customer capital through time: lessons from SMEs in the telecommunications industry  
Anthony K. P. Wensley, Antonio Leal-Millán, Gabriel Cepeda-Carrión & Juan Gabriel Cegarra-Navarro
- 524/2010 The governance threshold in international trade flows  
Marta Felis-Rota
- 525/2010 The intensive and extensive margins of trade decomposing exports growth differences across Spanish regions  
Asier Minondo Uribe-Etxeberria & Francisco Requena Silvente
- 526/2010 Why do firms locate r&d outsourcing agreements offshore? the role of ownership, location, and externalization advantages  
Andrea Martínez-Noya, Esteban García-Canal & Mauro f. Guillén
- 527/2010 Corporate Taxation and the Productivity and Investment Performance of Heterogeneous Firms: Evidence from OECD Firm-Level Data  
Norman Gemmell, Richard Kneller, Ismael Sanz & José Félix Sanz-Sanz
- 528/2010 Modelling Personal Income Taxation in Spain: Revenue Elasticities and Regional Comparisons  
John Creedy & José Félix Sanz-Sanz
- 529/2010 Mind the Remoteness!. Income disparities across Japanese Prefectures  
Jesús López-Rodríguez□, Daisuke Nakamura
- 530/2010 El nuevo sistema de financiación autonómica: descripción, estimación empírica y evaluación  
Antoni Zabalza y Julio López Laborda
- 531/2010 Markups, bargaining power and offshoring: an empirical assessment  
Lourdes Moreno & Diego Rodríguez
- 532/2010 The snp-dcc model: a new methodology for risk management and forecasting  
Esther B. Del Brio, Trino-Manuel Níguez & Javier Perote
- 533/2010 El uso del cuadro de mando integral y del presupuesto en la gestión estratégica de los hospitales públicos  
David Naranjo Gil
- 534/2010 Análisis de la efectividad de las prácticas de trabajo de alta implicación en las fábricas españolas  
Daniel Vázquez-Bustelo□□ y Lucía Avella Camarero
- 535/2010 Energía, innovación y transporte: la electrificación de los tranvías en España, 1896-1935  
Alberte Martínez López
- 536/2010 La ciudad como negocio: gas y empresa en una región española, Galicia 1850-1936  
Alberte Martínez López y Jesús Mirás Araujo
- 537/2010 To anticipate or not to anticipate? A comparative analysis of opportunistic early elections and incumbents' economic performance  
Pedro Riera Sagrera
- 538/2010 The impact of oil shocks on the Spanish economy  
Ana Gómez-Loscos, Antonio Montañés & María Dolores Gadea

- 539/2010 The efficiency of public and publicly-subsidized high schools in Spain. evidence from pisa-2006  
María Jesús Mancebón, Jorge Calero, Álvaro Choi & Domingo P. Ximénez-de-Embún
- 540/2010 Regulation as a way to force innovation: the biodiesel case  
Jordi Perdigueró & Juan Luis Jiménez
- 541/2010 Pricing strategies of Spanish network carrier  
Xavier Fageda, Juan Luis Jiménez & Jordi Perdigueró
- 542/2010 Papel del posicionamiento del distribuidor en la relación entre la marca de distribuidor y lealtad al establecimiento comercial  
Oscar González-Benito y Mercedes Martos-Partal
- 543/2010 How Bank Market Concentration, Regulation, and Institutions Shape the Real Effects of Banking Crises  
Ana I. Fernández, Francisco González & Nuria Suárez
- 544/2010 Una estimación del comercio interregional trimestral de bienes en España mediante técnicas de interpolación temporal  
Nuria Gallego López, Carlos Llano Verduras y Julián Pérez García
- 545/2010 Puerto, empresas y ciudad: una aproximación histórica al caso de Las Palmas de Gran Canaria  
Miguel Suárez, Juan Luis Jiménez y Daniel Castillo
- 546/2010 Multinationals in the motor vehicles industry: a general equilibrium analysis for a transition economy  
Concepción Latorre & Antonio G. Gómez-Plana
- 547/2010 Core/periphery scientific collaboration networks among very similar researchers  
Antoni Rubí-Barceló
- 548/2010 Basic R&D in vertical markets  
Miguel González-Maestre & Luis M. Granero
- 549/2010 Factores condicionantes de la presión fiscal de las entidades de crédito españolas, ¿existen diferencias entre bancos y cajas de ahorros?  
Ana Rosa Fonseca Díaz, Elena Fernández Rodríguez y Antonio Martínez Arias
- 550/2010 Analyzing an absorptive capacity: Unlearning context and Information System Capabilities as catalysts for innovativeness  
Gabriel Cepeda-Carrión, Juan Gabriel Cegarra-Navarro & Daniel Jimenez-Jimenez
- 551/2010 The resolution of banking crises and market discipline: international evidence  
Elena Cubillas, Ana Rosa Fonseca & Francisco González
- 552/2010 A strategic approach to network value in information markets  
Lucio Fuentelsaz, Elisabet Garrido & Juan Pablo Maicas
- 553/2010 Accounting for the time pattern of remittances in the Spanish context  
Alfonso Echazarra
- 554/2010 How to design franchise contracts: the role of contractual hazards and experience  
Vanesa Solis-Rodriguez & Manuel Gonzalez-Diaz

- 555/2010 Una teoría integradora de la función de producción al rendimiento empresarial  
Javier González Benito
- 556/2010 Height and economic development in Spain, 1850-1958  
Ramón María-Dolores & José Miguel Martínez-Carrión
- 557/2010 Why do entrepreneurs use franchising as a financial tool? An agency explanation  
Manuel González-Díaz & Vanesa Solís-Rodríguez
- 558/2010 Explanatory Factors of Urban Water Leakage Rates in Southern Spain  
Francisco González-Gómez, Roberto Martínez-Espiñeira, Maria A. García-Valiñas & Miguel Á. García Rubio
- 559/2010 Los rankings internacionales de las instituciones de educación superior y las clasificaciones universitarias en España: visión panorámica y prospectiva de futuro.  
Carmen Pérez-Esparrells y José M<sup>a</sup> Gómez-Sancho.
- 560/2010 Análisis de los determinantes de la transparencia fiscal: Evidencia empírica para los municipios catalanes  
Alejandro Esteller Moré y José Polo Otero
- 561/2010 Diversidad lingüística e inversión exterior: el papel de las barreras lingüísticas en los procesos de adquisición internacional  
Cristina López Duarte y Marta M<sup>a</sup> Vidal Suárez
- 562/2010 Costes y beneficios de la competencia fiscal en la Unión Europea y en la España de las autonomías  
José M<sup>a</sup> Cantos, Agustín García Rico, M<sup>a</sup> Gabriela Lagos Rodríguez y Raquel Álamo Cerrillo
- 563/2010 Customer base management and profitability in information technology industries  
Juan Pablo Maicas y Francisco Javier Sese
- 564/2010 Expansión internacional y distancia cultural: distintas aproximaciones —hofstede, schwartz, globe  
Cristina López Duarte y Marta M<sup>a</sup> Vidal Suárez
- 565/2010 Economies of scale and scope in service firms with demand uncertainty: An application to a Spanish port  
Beatriz Tovar & Alan Wall
- 566/2010 Fiscalidad y elección entre renta vitalicia y capital único por los inversores en planes de pensiones: el caso de España  
Félix Domínguez Barrero y Julio López Laborda
- 567/2010 Did the cooperative start life as a joint-stock company? Business law and cooperatives in Spain, 1869–1931  
Timothy W. Guinnan & Susana Martínez-Rodríguez
- 568/2010 Predicting bankruptcy using neural networks in the current financial crisis: a study for US commercial banks  
Félix J. López-Iturriaga, Óscar López-de-Foronda & Iván Pastor Sanz
- 569/2010 Financiación de los cuidados de larga duración en España  
Raúl del Pozo Rubio y Francisco Escribano Sotos

- 570/2010 Is the Border Effect an Artefact of Geographic Aggregation?  
Carlos Llano-Verduras, Asier Minondo-Urbe & Francisco Requena-Silvente
- 571/2010 Notes on using the hidden asset or the contribution asset to compile the actuarial balance for pay-as-you-go pension systems  
Carlos Vidal-Meliá & María del Carmen Boado-Penas
- 572/2010 The Real Effects of Banking Crises: Finance or Asset Allocation Effects? Some International Evidence  
Ana I. Fernández, Francisco González & Nuria Suárez Carlos
- 573/2010 Endogenous mergers of complements with mixed bundling  
Ricardo Flores-Fillol & Rafael Moner-Colonques
- 574/2010 Redistributive Conflicts and Preferences for Tax Schemes in Europe  
Antonio M. Jaime-Castillo & Jose L. Saez-Lozano
- 575/2010 Spanish emigration and the setting-up of a great company in Mexico: bimbo, 1903-2008  
Javier Moreno Lázaro
- 576/2010 Mantenimiento temporal de la equidad horizontal en el sistema de financiación autonómica  
Julio López Laborda y Antoni Zabalza
- 577/2010 Sobreeducación, Educación no formal y Salarios: Evidencia para España  
Sandra Nieto y Raúl Ramos
- 578/2010 Dependencia y empleo: un análisis empírico con la encuesta de discapacidades y atención a la dependencia (edad) 2008.  
David Cantarero-Prieto y Patricia Moreno-Mencía
- 579/2011 Environment and happiness: new evidence for Spain  
Juncal Cuñado & Fernando Pérez de Gracia
- 580/2011 Aanalysis of emerging barriers for e-learning models. a case of study  
Nuria Calvo & Paolo Rungo
- 581/2011 Unemployment, cycle and gender  
Amado Peiró, Jorge Belaire-Franch, & Maria Teresa Gonzalo
- 582/2011 An Analytical Regions Proposal for the Study of Labour Markets: An Evaluation for the Spanish Territory  
Ana Viñuela Jiménez & Fernando Rubiera Morollón
- 583/2011 The Efficiency of Performance-based-fee Funds  
Ana C. Díaz-Mendoza, Germán López-Espinosa & Miguel A. Martínez-Sedano
- 584/2011 Green and good?. The investment performance of US environmental mutual funds  
Francisco J. Climent-Diranzo & Pilar Soriano-Felipe
- 585/2011 El fracaso de Copenhague desde la teoría de juegos.  
Yolanda Fernández Fernández, M<sup>a</sup> Ángeles Fernández López y Blanca Olmedillas Blanco
- 586/2011 Tie me up, tie me down! the interplay of the unemployment compensation system, fixed-term contracts and rehiring  
José M. Arranz & Carlos García-Serrano

- 587/2011 Corporate social performance, innovation intensity and their impacts on financial performance: evidence from lending decisions  
Andrés Guiral
- 588/2011 Assessment of the programme of measures for coastal lagoon environmental restoration using cost-benefit analysis.  
José Miguel Martínez Paz & Ángel Perni Llorente
- 589/2011 Illicit drug use and labour force participation: a simultaneous equations approach  
Berta Rivera, Bruno Casal, Luis Currais & Paolo Rungo
- 590/2011 Influencia de la propiedad y el control en la puesta en práctica de la rsc en las grandes empresas españolas  
José-Luis Godos-Díez, Roberto Fernández-Gago y Laura Cabeza-García
- 591/2011 Ownership, incentives and hospitals  
Xavier Fageda & Eva Fiz
- 592/2011 La liberalización del ferrocarril de mercancías en europa: ¿éxito o fracaso?  
Daniel Albalade del Sol, Maria Lluïsa Sort García y Universitat de Barcelona
- 593/2011 Do nonreciprocal preference regimes increase exports?  
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero & José Antonio Martínez-Serrano
- 594/2011 Towards a dynamic analysis of multiple-store shopping: evidence from Spanish panel data  
Noemí Martínez-Caraballo, Manuel Salvador, Carmen Berné & Pilar Gargallo
- 595/2011 Base imponible y neutralidad del impuesto de sociedades: alternativas y experiencias  
Lourdes Jerez Barroso
- 596/2011 Cambio técnico y modelo de negocio: las compañías de transporte urbano en España, 1871-1989  
Alberte Martínez López
- 597/2011 A modified dickey-fuller procedure to test for stationarity  
Antonio Aznar, María-Isabel Ayuda
- 598/2011 Entorno institucional, estructura de propiedad e inversión en I+D: Un análisis internacional  
Félix J. López Iturriaga y Emilio J. López Millán
- 599/2011 Factores competitivos y oferta potencial del sector lechero en Navarra  
Valero L. Casanovas Oliva y Ana M. Aldanondo Ochoa
- 600/2011 Política aeroportuaria y su impacto sobre la calidad percibida de los aeropuertos  
Juan Luis Jiménez y Ancor Suárez
- 601/2011 Regímenes de tipo de cambio y crecimiento económico en países en desarrollo  
Elena Lasarte Navamuel y José Luis Pérez Rivero
- 602/2011 La supervivencia en las empresas de alta tecnología españolas: análisis del sector investigación y desarrollo  
Evangelina Baltar Salgado, Sara Fernández López, Isabel Neira Gómez y Milagros Vivel Búa
- 603/2011 Análisis económico y de rentabilidad del sistema financiero español, por tipo de entidades y tamaño, después de cuatro años de crisis y ante los retos de la reestructuración financiera  
Salvador Climent Serrano

- 604/2011 Does competition affect the price of water services? Evidence from Spain  
Germà Bel, Francisco González-Gómez & Andrés J Picazo-Tadeo
- 605/2011 The Effects of Remoteness in Japanese Educational Levels  
Jesús López-Rodríguez & Daisuke Nakamura
- 606/2011 The money market under information asymmetries and imperfectly competitive loan and deposit markets  
Aday Hernández
- 607/2011 The effects of airline and high speed train integration  
M. Pilar Socorro & M. Fernanda Viçens
- 608/2011 Consecuencias de la imbricación de los clientes en la dirección medioambiental: un análisis empírico  
Jesús Ángel del Brío González, Esteban Fernández Sánchez y Beatriz Junquera Cimadevilla
- 609/2011 Revenue autonomy and regional growth: an analysis for the 25 year-process of fiscal decentralisation in Spain  
Ramiro Gil-Serrate, Julio López-Laborda & Jesús Mur
- 610/2011 The accessibility to employment offices in the Spanish labor market: Implications in terms of registered unemployment  
Patricia Suárez, Matías Mayor & Begoña Cueto
- 611/2011 Time-varying integration in European government bond markets  
Pilar Abad, Helena Chuliá & Marta Gómez-Puig
- 612/2011 Production networks and EU enlargement: is there room for everyone in the automotive industry?  
Leticia Blázquez, Carmen Díaz-Mora & Rosario Gandoy
- 613/2011 Los factores pronóstico económico, estructura productiva y capacidad de innovar en la valoración de activos españoles  
M<sup>a</sup> Begoña Font Belaire y Alfredo Juan Grau Grau
- 614/2011 Capital structure adjustment process in firms accessing venture funding  
Marina Balboa, José Martí & Álvaro Tresierra
- 615/2011 Flexibilidad Contable en la Valoración de Instrumentos Financieros Híbridos  
Jacinto Marabel-Romo, Andrés Guiral-Contreras & José Luis Crespo-Espert
- 616/2011 Why are (or were) Spanish banks so profitable?  
Antonio Trujillo-Ponce
- 617/2011 Extreme value theory versus traditional garch approaches applied to financial data: a comparative evaluation  
Dolores Furió & Francisco J. Climent
- 618/2011 La restricción de balanza de pagos en la España del euro. Un enfoque comparativo.  
David Matesanz Gómez, Guadalupe Fugarolas Álvarez-Ude y Roberto Bande Ramudo
- 619/2011 Is inefficiency under control in the justice administration?  
Marta Espasa & Alejandro Esteller-Moré
- 620/2011 The evolving patterns of competition after deregulation  
Jaime Gómez Villascuerna, Raquel Orcos Sánchez & Sergio Palomas Doña

- 621/2011      Análisis pre y post-fusiones del sector compuesto por las cajas de ahorros españolas: el tamaño importa  
Antonio A. Golpe, Jesús Iglesias y Juan Manuel Martín
- 622/2011      Evaluating three proposals for testing independence in non linear spatial processes  
Fernando A. López-Hernández, M. Luz Maté-Sánchez-Val & Andrés Artal-Tur
- 623/2011      Valoración del Mercado de los Activos Éticos en España: una Aplicación del Método de los Precios Hedónicos  
Celia Bilbao-Terol y Verónica Cañal-Fernández
- 624/2011      Happiness beyond Material Needs: The Case of the Mayan People  
Jorge Guardiola, Francisco González-Gómez & Miguel A. García-Rubio
- 625/2011      Stock characteristics, investor type and market myopia  
Cristina Del Rio-Solano & Rafael Santamaria-Aquilué
- 626/2011      Is mistrust under control in the justice administration?  
Alejandro Esteller-Moré
- 627/2011      Working capital management, corporate performance, and financial constraints  
Sonia Baños-Caballero, Pedro J. García-Teruel & Pedro Martínez-Solano
- 628/2011      On the optimal distribution of traffic of network airlines  
Xavier Fageda & Ricardo Flores-Fillol
- 629/2011      Environmental tax and productivity in a subcentral context: new findings on the porter hypothesis  
Jaime Vallés- Giménez & Anabel Zárate-Marco
- 630/2011      The impact of scale effects on the prevailing internet-based banking model in the US  
Alexandre Momparlera, Francisco J. Climentb & José M. Ballesterb
- 631/2011      Student achievement in a cross-country perspective: a multilevel analysis of pisa2006 data for Italy and Spain  
Tommaso Agasisti & Jose Manuel Cordero-Ferrera
- 632/2011      Banking liberalization and firms' debt structure: International evidence  
Víctor M. González & Francisco González
- 633/2011      Public sector contingent liabilities in Spanish toll roads  
Carlos Contreras
- 634/2011      Fiscal Sustainability and Immigration in the Madrid Region  
Luis Miguel Doncel, Pedro Durá, Pilar Grau-Carles & Jorge Sainz
- 635/2011      Las desviaciones presupuestarias del gasto del estado en el periodo 1990-2009: un análisis desde las perspectivas agregada y de programas.  
Valentín Edo Hernández
- 636/2011      A network approach to services internationalization  
Stefano Visintin
- 637/2011      Factors behind the presence of agricultural credit cooperatives in Spain, 1900-1935: an econometric model  
Ángel Pascual Martínez-Soto, Ildefonso Méndez- Martínez & Susana Martínez-Rodríguez.

- 638/2011 La eficiencia técnica en la industria de agua latinoamericana medida a través de la función de distancia  
Angel Higuerey Gómez , Lourdes Trujillo Castellano y María Manuela González Serrano
- 639/2011 Urban Patterns, Population Density and the Cost of Providing Basic Infrastructure: A Frontier Approach  
Inmaculada C. Álvarez, Ángel M. Prieto & José L. Zofío
- 640/2011 A comparison of national vs. multinational firms' performance using a general equilibrium perspective  
María C. Latorre
- 641/2011 A computable general equilibrium evaluation of market performance after the entry of multinationals  
María C. Latorre
- 642/2011 Competition for procurement shares  
José Alcalde & Matthias Dahm
- 643/2011 Air services on thin routes: regional versus low-cost airlines  
Xavier Fageda & Ricardo Flores-Fillol
- 644/2011 Efficiency and Stability in a Strategic Model of Hedonic Coalitions  
Antoni Rubí-Barceló
- 645/2011 An analysis of the cost of disability across Europe using the standard of living approach  
José-Ignacio Antón, Francisco-Javier Braña & Rafael Muñoz de Bustillo
- 646/2011 Estimating the gravity equation with the actual number of exporting firms  
Asier Minondo & Francisco Requena
- 647/2011 New public management-delivery forms, quality levels and political factors on solid management waste costs in Spanish local governments  
José Luis Zafra-Gómez, Diego Prior Jiménez, Ana María Plata Díaz & Antonio M López Hernández
- 648/2011 El sector financiero como factor desestabilizador para la economía a partir del análisis de Hyman Minsky  
Isabel Gimenez Zuriaga
- 649/2011 Determinantes de la prima de riesgo en las emisiones de bonos de titulización hipotecaria en España (1993-2011)  
Miguel Ángel Peña Cerezo, Arturo Rodríguez Castellanos y Francisco Jaime Ibáñez Hernández
- 650/2011 Does complexity explain the structure of trade?  
Asier Minondo & Francisco Requenz
- 651/2011 Supplementary pensions and saving: evidence from Spain  
José-Ignacio Antón, Rafael Muñoz de Bustillo & Enrique Fernández-Macías
- 652/2011 The role of destination spatial spillovers and technological intensity in the location of manufacturing and services firms  
Andrés Artal-Tur, José Miguel Navarro-Azorín & María Luisa Alamá-Sabater

- 653/2011 El papel de los márgenes extensivo e intensivo en el crecimiento de las exportaciones manufactureras españolas por sectores tecnológico  
Juan A. Máñez, Francisco Requena-Silvente, María E. Rochina-Barrachina y Juan A. Sanchis-Llopis
- 654/2011 Incumbents and institutions: how the value of resources varies across markets  
Lucio Fuentelsaz, Elisabet Garrido & Juan Pablo Maicas
- 655/2011 Price differences between domestic and international air markets: an empirical application to routes from Gran Canaria  
Xavier Fageda, Juan Luis Jiménez & Carlos Díaz Santamaría
- 656/2012 The role of accruals quality in the access to bank debt  
Pedro J. García-Teruel, Pedro Martínez-Solano and Juan P. Sánchez-Ballesta
- 657/2012 Trade Under Uncertainty: Legal Institutions Matter  
Lisa Kolovich & Isabel Rodríguez-Tejedo
- 658/2012 La relación bidireccional entre la rsc y el resultado empresarial: conclusiones de un estudio empírico el sector de las cajas de ahorros  
Almudena Martínez Campillo, Laura Cabeza García y Federico Marbella Sánchez
- 659/2012 Consejos de administración y performance de la empresa: efecto de la pertenencia a múltiples consejos  
Félix J. López Iturriaga y Ignacio Morrós Rodríguez