

CAPÍTULO 1

EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LA ESTRATEGIA DE DIVERSIFICACIÓN: FUNDAMENTOS TEÓRICOS

1.1. EL GOBIERNO PARA EL CONTROL CORPORATIVO

1.1.1. La diferenciación entre propiedad y control: la teoría de la agencia

Después de las primeras aportaciones formuladas por los economistas clásicos (e.g., Adam Smith, 1776), los problemas relacionados con la separación de la propiedad y el control no fueron objeto de atención por parte de la doctrina hasta la publicación del trabajo realizado por Berle y Means (1932) y Coase (1937). Berle y Means (1932) centraron su atención en las grandes empresas cuyo capital estaba repartido entre un elevado número de accionistas donde cada uno de ellos poseía una fracción poco significativa del capital que no les permitía controlar las actuaciones de los directivos de la empresa. Para estos autores, los intereses de los directivos corporativos y de los accionistas divergen ampliamente. Así, mientras que los directivos quedan conceptuados como personas que van en busca de poder, prestigio y dinero, y por ello tratan de imponer a la empresa unos objetivos más acordes con los suyos propios y consistentes con sus propias motivaciones, los accionistas están interesados sólo en los beneficios.

Las preferencias por el tamaño -como fuente de poder o como medio para conseguir mayores salarios-, junto con la suficiente discrecionalidad para influir en él, constituyen los fundamentos de la teoría *managerial* de la empresa, que se revela como una de las primeras explicaciones sobre el origen de la ineficiencia a que da lugar a la separación entre propiedad y control (Baumol, 1959; Williamson, 1964; Jensen y Meckling, 1976). Así surge la *teoría de la agencia*, la cual comparte muchas hipótesis de trabajo con la teoría de la organización, el comportamiento organizativo y la dirección estratégica (Eisenhardt, 1989). Así por ejemplo, el elevado grado de concurrencia con la teoría de los costes de transacción ha propiciado que algunos autores confundan la teoría de la agencia con los argumentos del fracaso del mercado. Sin embargo, por un lado, la teoría de la agencia no explica por qué existen las empresas como alternativa a los mercados, sino cómo a través de las relaciones contractuales las fuerzas del mercado afectan a las empresas (Barney y Ouchi, 1986). Y, por otro lado, esta teoría, en lugar

de afirmar que no se pueden formalizar contratos ejecutables que cubran todas las contingencias, estudia las formas óptimas para formalizar dichos contratos (Rumelt, Schendel y Teece, 1991).

Centrándonos en el planteamiento que nos ocupa, conviene analizar los conceptos de relaciones y costes de agencia. En tal sentido, se entiende que surge una *relación de agencia* cada vez que un individuo depende de la acción de otro (Pratt y Zeckhauser, 1991). Más específicamente, Jensen y Meckling (1976) consideran que una relación de agencia se define a través de un contrato explícito en el que una parte, el *agente*, se compromete a llevar a cabo determinadas acciones en beneficio de otra parte, el *principal*. El contrato generalmente incorpora delegación de autoridad, de forma que el agente toma ciertas decisiones en nombre del principal. En este contexto, el objetivo básico de esta teoría es determinar, dadas ciertas hipótesis relacionadas con las personas, la organización y la información, cuál es el contrato más eficiente para gobernar la relación principal-agente, tomando como referente el control del comportamiento del agente.

Los problemas de agencia se presentan en situaciones de información asimétrica, es decir, bajo los supuestos siguientes (Arrow, 1991): (a) información oculta o selección adversa -una parte de la transacción dispone *ex ante* de información privada sobre determinados estados de la naturaleza que no es observable por la otra parte-, y (b) acciones ocultas o riesgo moral -acciones *ex post* no observables adoptadas por una de las partes de la transacción con el fin de maximizar su utilidad en detrimento de la otra parte-. Ahora bien, el principal puede reducir las desviaciones en el comportamiento del agente con respecto a lo establecido en el contrato de agencia instituyendo un sistema de incentivos o incurriendo en los denominados *costes de agencia*, entre los que cabe distinguir (Jensen y Meckling, 1976): (a) costes de formalización, derivados del diseño y redacción de los contratos, (b) costes de supervisión, dirigidos a supervisar y condicionar la actividad del agente, (c) costes de garantía, abonados por el agente como fianza acreditativa de que sus acciones se ajustarán a lo pactado, y (d) pérdida residual, derivada de las decisiones adoptadas por el agente que muestran desviación respecto a lo que hubiese realizado el principal en tal situación.

De acuerdo con Gedajlovic y Shapiro (1998), se identifican dos situaciones principales relacionadas con la propiedad y el control que pueden crear costes de agencia: (a)

aquella en que los directivos se comprometen a corto plazo con actividades de elevado coste diseñadas para obtener retribuciones extra distintas de las salariales que reducen la rentabilidad corporativa e incrementan los costes, y (b) aquellas en que los directivos buscan satisfacer sus necesidades de poder, prestigio y *status* a través de decisiones estratégicas a largo plazo que aumentan el tamaño de la empresa pero no sus resultados corporativos; por ejemplo, cuando la empresa se diversifica aceptando proyectos que no crean valor (Amihud y Lev, 1981; Morck, Shleifer y Vishny, 1990; Lang y Stulz, 1994). En este sentido, cuando la discrecionalidad directiva está presente, la rentabilidad de la empresa disminuye (Gedajlovic y Shapiro, 1998), pudiendo ser explicada esta situación por el hecho de que el *statu quo* permite un exceso de poder en manos de la dirección que conduce a tomar decisiones en beneficio propio (Hutton, 1995).

Dentro de la teoría de la agencia se pueden distinguir dos corrientes de investigación diferenciadas (Jensen, 1993) que poseen muchas características en común - comparten como unidad de análisis la relación contractual entre individuos, postulan que los costes de agencia se minimizan a través del proceso de contratación y consideran de forma similar a las personas, la organización y la información-, aunque difieren en su rigor matemático y en las variables dependientes que son objeto de estudio (Eisenhardt, 1989). La primera, la *teoría positiva de la agencia*, se caracteriza por estar poco formalizada, carecer de orientación matemática, ser de carácter empírico y centrarse, fundamentalmente, en el estudio de grandes empresas (Berle y Means, 1932). La literatura que se enmarca en esta corriente se ha centrado en el estudio de situaciones en las que el principal y el agente tienen objetivos contradictorios, así como en los mecanismos de gobierno que permiten resolver los problemas de agencia. En tal sentido, se establece la existencia de los dos mecanismos de gobierno siguientes (Eisenhardt, 1989): (a) el establecimiento de contratos basados en los resultados, más que en el comportamiento, que permiten adaptar las preferencias de los agentes a las de los principales al depender, para ambos, las compensaciones de unas mismas acciones, y (b) el desarrollo de sistemas de información, puesto que éstos permiten que el principal conozca realmente el comportamiento y actividades del agente.

La segunda corriente dentro de la teoría de la agencia es denominada *teoría principal-agente* y se caracteriza por ser más abstracta, poseer una orientación más matemática y centrarse en un conjunto más amplio de organizaciones. Esta teoría, a diferencia de

la positiva, no pretende identificar distintos tipos de contrato, sino determinar cuál es el más eficiente para regir las relaciones entre el principal y el agente. Es decir, pretende determinar cuándo es más eficiente un contrato basado en el comportamiento o cuándo uno basado en los resultados.

En la teoría principal-agente, el modelo simple parte de un conflicto de objetivos entre el principal y el agente, basado en que el resultado es fácil de medir y que el agente posee un mayor grado de aversión al riesgo que el principal (Eisenhardt, 1989). Bajo estos supuestos, y con información completa, el principal conoce detalladamente la actividad del agente, por lo que el contrato más eficiente es aquel que se basa en el comportamiento. Sin embargo, en aquellos casos en que el principal no conoce el comportamiento, este argumento no sería válido, ya que el agente, en función de su propio interés, puede comportarse o no según lo pactado. Por tanto, al principal se le presentan dos opciones: (a) descubrir el comportamiento del agente invirtiendo en sistemas de información, en cuyo caso la situación se transformaría en una de información completa, y (b) recompensar la conducta del agente sobre la base de los resultados obtenidos, transfiriendo de esta forma cierta parte del riesgo al agente.

Pero, Jensen y Meckling (1976) consideran que dentro del marco de la teoría de la agencia se debería tener en cuenta no sólo la relación de agencia entre propietarios y directivos, sino también los contratos entre los directivos y otros grupos de interés o *stakeholders* (Hill y Jones, 1996). El término grupos de interés o *stakeholders* hace referencia a aquellos agentes que de alguna forma tienen una relación con la empresa al haber invertido recursos financieros o capital humano en la misma (Clarkson, 1995), como por ejemplo los accionistas -que buscan maximizar el valor de su inversión-, los empleados -que invierten tiempo y capacidades y buscan unas adecuadas condiciones de trabajo-, los proveedores -que venden sus productos a un precio justo para obtener la fidelidad de una clientela- o los clientes -que originan los beneficios de la empresa a cambio de un producto de calidad- (Hill y Jones, 1996). Por tanto, como señalan Azofra y Santamaría (2002), la perspectiva centrada en una única relación de agencia entre accionistas y directivos se reconoce excesivamente restrictiva, por lo que, en este contexto, el problema de agencia adquiere un carácter más global como consecuencia de la confluencia en el marco de la empresa de múltiples relaciones contractuales.

Y por otro lado, hoy en día se ha cuestionado la validez de algunas de las asunciones de la teoría de la agencia (Ramaswamy, Li y Veliyath, 2002) debido en parte a la aparición de diferentes perspectivas teóricas y metodológicas (Lane *et al.*, 1998), como es el caso de la teoría del *stewardship* (Donaldson y Davis, 1991; Davis, Schoorman y Donaldson, 1997). Este último planteamiento en la explicación del comportamiento de los directivos (Barney, 1990; Donaldson, 1990; Donaldson y Davis, 1991; Davis *et al.*, 1997) considera que, en algunas ocasiones, los directivos cuyas necesidades están basadas en el crecimiento, el logro y la autorrealización y que están intrínsecamente motivados pueden obtener una mayor utilidad mediante el logro de los objetivos organizativos más que los personales; o de forma similar, los directivos que se identifican con sus organizaciones y que están fuertemente comprometidos con los valores organizativos tendrán una mayor probabilidad de servir a los fines organizativos. Ante esta situación, se puede considerar que los principios de la teoría del *stewardship* son complementarios a los de la teoría de la agencia a la hora de explicar las decisiones tomadas por la dirección en cuanto a la elección de la estrategia corporativa a seguir, en el caso en que estas decisiones estratégicas no estén en conflicto con los intereses de los accionistas (Davis *et al.*, 1997).

Volviendo a la teoría de la agencia, las corrientes expuestas mantienen una unión común de análisis, que no es otra que el contrato entre el principal y el agente (Reyes Recio, 2000). En este sentido, la separación de propiedad y control, tal y como se presenta en la empresa moderna, tiene como principal problema evitar los posibles comportamientos oportunistas de los gestores que tienden a reducir el valor empresarial (Gedajlovic y Shapiro, 1998). Ante esta situación, la literatura sobre gobierno corporativo de la empresa ha hecho hincapié en los problemas contractuales que plantea la relación entre accionistas que intervienen en la acción colectiva para facilitar la asignación eficiente de riesgos y los equipos directivos que se responsabilizan de las decisiones sobre utilización de los recursos disponibles (Salas, 1999), estudiando los mecanismos de que disponen los inversores para ejercer el control de la compañía de forma que los problemas se vean minimizados (Shleifer y Vishny, 1996).

Con el objeto de estudiar las posibles líneas de actuación en la solución del conflicto de agencia entre la dirección y la propiedad, es decir, analizar los mecanismos existentes para evitar la discrecionalidad de la dirección, se considera necesario, en primer lugar, conocer no sólo el concepto de gobierno corporativo, sino también

identificar y analizar a aquellos grupos o agentes que tienen una influencia legítima sobre los propósitos de la organización, es decir, la estructura de gobierno de las empresas, temas que abordaremos a continuación.

1.1.2. Concepto de gobierno corporativo

A la hora de formular una estrategia, existe un conjunto de elementos que hay que tener en cuenta, como por ejemplo los recursos que posee la empresa; los negocios en los que ya se encuentra compitiendo; la estructura, sistemas y procesos que utiliza para llevar a cabo su actividad; y la visión definida por la empresa así como sus metas y objetivos (Collis y Montgomery, 1997). Sin embargo, esta lógica estratégica no tiene en cuenta el papel que desempeñan las personas en la evolución de la estrategia, ya que en la mayoría de los casos estas decisiones son el resultado de los propios objetivos personales de los ejecutivos; en otras palabras, la decisión estratégica es una opción de la alta dirección y, por tanto, se encuentra afectada por su percepción, personalidad, motivación y expectativas (Ibrahim y Kelly, 1986). En este sentido, Charkham (1994) señala que el punto de partida para analizar los propósitos organizativos debe enmarcarse en el contexto del gobierno corporativo ya que, además de tener el poder de influir sobre los mismos, analiza los procesos de supervisión de las decisiones y acciones ejecutivas, así como los temas relacionados con la responsabilidad y el marco legal de la organización.

El gobierno de la empresa o gobierno corporativo (*corporate governance* en la terminología anglosajona) ejemplifica muy bien los temas de estudio económico sobre la gran empresa societaria que han despertado el interés de profesionales y académicos durante los últimos años, siendo un tema de debate social en la mayoría de los países avanzados (Salas, 1999). Según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE, 1999), el término *gobierno corporativo* hace referencia al sistema a través del cual los negocios son dirigidos y controlados; especificando la distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes en la corporación, tal como el consejo, dirección, accionistas y otros grupos de poder; definiendo las reglas y procedimientos para la toma de decisiones en los temas corporativos; y proporcionando la estructura a través de la cual los objetivos de la compañía son fijados, así como los medios para lograr esos objetivos y controlar la rentabilidad. Como señala Salas (2002), durante los últimos años se ha publicado un gran número de trabajos económicos y jurídicos sobre el gobierno de la empresa

imposibles de reseñar de una forma exhaustiva, siendo especialmente destacados autores como Hart (1995), Shleifer y Vishny (1997) o Zingales (1998). En el cuadro 1.1 se presentan cronológicamente diferentes definiciones de distintos autores sobre gobierno de la empresa o gobierno corporativo.

Cuadro 1.1 Concepto de gobierno corporativo

Fuente: Elaborado a partir de Santana Martín (2002:11)

Año	Autor/es	Concepto
1990	Baysinger y Hoskisson	Integración de controles externos e internos que armonicen el conflicto de intereses entre accionistas y directivos resultante de la separación entre la propiedad y el control.
1993	Keasey y Wright	Estructuras, procesos, culturas y sistemas que producen el éxito del funcionamiento de las organizaciones.
1994	Maw <i>et al.</i>	El gobierno corporativo es un tema, un objetivo o un régimen que debe ser seguido para bien de los accionistas, empleados, clientes, bancos y para la reputación y mantenimiento de nuestra nación y economía.
1994	Prowse	[...] conjunto de mecanismos que pueden prevenir a la empresa de políticas alejadas de la maximización del valor a favor de un <i>stakeholder</i> a expensas de otros.
1995a	Hart	La estructura de gobierno puede verse como un mecanismo para la toma de decisiones que no se han especificado en el contrato inicial. Más concretamente, la estructura de gobierno asigna derechos residuales de control sobre los activos no humanos de la empresa: esto es, el derecho a decidir cómo esos activos pueden ser usados, dado que su uso no viene especificado en el contrato inicial. [...] En vista de la capacidad directiva de seguir sus propios intereses, es obviamente importante que existan controles y comparaciones sobre el comportamiento directivo. Un objetivo fundamental del gobierno corporativo consiste en diseñar esos controles y comparaciones.
1996	Lannoo	El gobierno de la empresa alude a la organización de las relaciones entre los propietarios y directivos de una empresa.
1996	Mayer	El gobierno corporativo está relacionado con las formas de conducir los intereses de las dos partes (inversores y directivos) en la misma línea y asegurar que la empresa sea dirigida en beneficio de los inversores.
1997	Berglöf	El punto de partida es el problema básico de agencia: el problema de credibilidad al que hace frente el empresario o la empresa cuando pretende convencer a los inversores externos de que aporten fondos. La competencia en los mercados de <i>inputs</i> y <i>outputs</i> puede mitigar este problema, pero es insuficiente; las señales de mercado son generadas después de que los fondos hayan sido comprometidos. El papel del gobierno corporativo es asegurar que esas señales y otra información relevante sean realmente trasladadas a las decisiones de inversión.
1997	Masifern	Sistema global de derechos, procesos y controles establecidos interna y externamente para que rijan a la dirección de la empresa, con el objetivo de proteger los intereses de todos en la supervivencia con éxito de la empresa.
1997	Shleifer y Vishny	El gobierno corporativo está relacionado con los medios a través de los cuales los financiadores de la empresa garantizan el rendimiento adecuado de sus inversiones.

Año	Autor/es	Concepto
1997	Zingales	[...] el conjunto de restricciones que configuran la negociación <i>ex-post</i> sobre las cuasirrentas generadas por la empresa ¹ .
1998	Fernández y Gómez	El sistema de gobierno de una empresa hace referencia al sistema completo de acuerdos institucionales y relaciones a través de las cuales las empresas son dirigidas y controladas. Se centra por tanto, en las relaciones entre propietarios y equipo directivo, así como en su repercusión en los resultados. [...] El objetivo principal de la estructura de gobierno es contribuir precisamente al diseño de los incentivos y mecanismos de control que minimicen los costes de agencia para evitar que la separación entre propiedad y control, asociada a las grandes empresas, dé lugar a formas de organización ineficientes.
1998	John y Senbet	El gobierno corporativo está relacionado con los mecanismos por los que los <i>stakeholders</i> de una empresa ejercen el control sobre los internos y directivos de tal forma que sus intereses estén protegidos. [...] el gobierno corporativo es un medio por el cual varios <i>stakeholders</i> , externos al control de la empresa, ejercitan los derechos establecidos por el entorno legal existente, así como en los estatutos sociales.
1999	Eguidazu	El gobierno de la empresa es un proceso de supervisión y control de la dirección de una empresa, por instituciones o mecanismos internos y/o externos, cuya finalidad es alinear los intereses de los gestores con los de los accionistas.
1999	Grespí y Gispert	Gobierno corporativo hace referencia a los mecanismos que previenen o corrigen el posible conflicto de intereses entre directivos y accionistas.
1999	Salas	[...] incluye el conjunto de instrumentos e instituciones que se crean en una sociedad con el fin de lograr asignaciones eficientes de los recursos presentes y futuros.
2000	Johnson, Boone, Breach y Friedman	Por gobierno corporativo entendemos la eficacia de mecanismos que minimizan conflictos de agencia relacionados con los directivos, con especial énfasis en los instrumentos legales que previenen la expropiación de los accionistas minoritarios.
2000	O'Sullivan	Instituciones que influyen en cómo los negocios corporativos localizan sus recursos e inversiones
2000a	La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny	El gobierno corporativo es, en sentido amplio, un conjunto de mecanismos a través de los cuales los inversores externos se protegen contra la expropiación de los internos
2001	Tirole	[...] el diseño de instituciones que inducen o fuerzan a la dirección a interiorizar el bienestar de los <i>stakeholders</i>

A nuestro juicio, las definiciones aportadas por los diferentes autores coinciden en la idea de la importancia de los mecanismos de control tanto externos -diseñados por el mercado- como internos -diseñados por la propia empresa-, con el objeto de que las empresas hagan un buen uso de su capital que reinvierta en la maximización del valor de la misma, así como de los propietarios y agentes involucrados en la empresa. Eguidazu (1999), en relación con los diferentes elementos que configuran el gobierno corporativo, señala una serie de consideraciones: (a) el gobierno de la empresa es un

¹ Esta definición, al no precisar el origen de las cuasirrentas, no excluye la posibilidad de que correspondan a inversiones no financieras -tales como las de los trabajadores o proveedores-, es decir, que afecta no sólo a los directivos y accionistas, sino también a los denominados *stakeholders* o conjunto de personas que intervienen en la acción colectiva de la empresa: accionistas, acreedores, clientes, trabajadores y sociedad en general.

proceso, es decir, una actividad permanente, no una o varias decisiones aisladas; (b) dicho proceso es de supervisión y control, y no de gestión, lo que no excluye el ejercicio de acciones ejecutivas para desarrollar apropiadamente dichas funciones de supervisión y control; (c) lo que se supervisa y controla es la dirección o gestión de la empresa en un sentido más amplio; (d) la supervisión y el control del equipo directivo no son ejercidos sólo por instituciones internas como el consejo o la propia junta de accionistas, sino también por mecanismos externos como el mercado de capitales; y, por último, (e) la finalidad del proceso es alinear los intereses de gestores y accionistas, en la dirección marcada por estos últimos, que, en una economía de mercado, no puede ser otra que la maximización del valor de la empresa, teniendo en cuenta que existen otros intereses como el de los trabajadores, acreedores, proveedores o la comunidad.

A este respecto, Salas (1999) sitúa la problemática del estudio de la empresa y su gobierno desde dos perspectivas -una perspectiva financiera y una perspectiva estratégica-, en función de qué parte de la organización está siendo protegida por el sistema de gobierno. En el primer caso, el problema de gobierno y sus instrumentos se circunscriben a la relación entre los inversores que proporcionan fondos financieros y los directivos que, con sus decisiones, influyen en los retornos esperados a cambio; mientras que por su parte, la perspectiva estratégica amplía las relaciones a todos los propietarios de recursos que de algún modo realizan inversiones y arriesgan las rentas que les corresponden por las mismas. Las diferencias entre ambas perspectivas se encuentran recogidas en el cuadro 1.2 y, tal y como señala Santana Martín (2002), se puede considerar que éstas son complementarias.

Estos mecanismos de control de la discrecionalidad directiva han sido analizados por una gran número de investigadores (Finkelstein, 1992), pudiendo distinguirse dos tipos básicos de instrumentos (Jensen, 1993): los *mecanismos externos*, constituidos por el mercado de control, el mercado de bienes y servicios, el mercado laboral, el sistema legislativo y jurisprudencial y la auditoría externa (Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983a; Demsetz, 1983; Shivdasani, 1993; Hart, 1983); y los mecanismos de control interno, fundamentados en la junta de accionistas y en el consejo de administración (Jensen y Meckling, 1976; Demsetz y Len, 1985; Baysinger y Butler, 1985; Shleifer y Vishny, 1986; Weisbach, 1988; Hermalin y Weisbach, 1991; Yermarck, 1996). Ahora bien, la determinación de los mecanismos a aplicar en cada caso depende en gran medida de las características institucionales y corporativas en las

que se encuentre enmarcada la empresa (Cuervo-Cazurra, 1998; Cabrera y Santana, 2002). Ante esta situación, en el siguiente apartado se analizarán brevemente los sistemas de gobierno corporativos en diferentes países para, a continuación, profundizar en el estudio de los principales mecanismos de control de la discrecionalidad directiva.

Cuadro 1.2
Objetivos y funciones de los mecanismos de gobierno en el modelo financiero y en el modelo estratégico

Fuente: Salas (1999:28)

Mecanismo de gobierno	Modelo financiero	Modelo estratégico
Consejo de administración	. Maximizar el valor de mercado de las acciones. . Asignación eficiente de recursos disponibles.	. Maximizar la creación de riqueza neta total y su crecimiento en el tiempo.
Accionistas	. Conseguir un equilibrio entre supervisión del equipo directivo y asignación eficiente de riesgos.	. Protección de inversiones específicas. . Facilitar los contratos implícitos (confianza, reputación).
Estructura financiera	. Restringir y limitar el <i>cash flow</i> libre.	Intervención selectiva.
Mercados de control	. Competencia entre equipos directivos que se disputan el control sobre los activos de la empresa.	. Transferencia de bloques accionariales entre accionistas significativos.
Mercados de productos	. Competencia que disciplina la conducta del equipo directivo.	. Competencia que evita equilibrios ineficientes entre «interesados».
Mercado de directivos y trabajadores	. Mercados externos activos que revalorizan el capital humano dedicado a mejorar los beneficios de los accionistas.	. Mercados externos inactivos. Refuerzo para la inversión en capital humano específico y el compromiso a largo plazo con la organización.

1.1.3. El gobierno corporativo en diferentes países

El término *gobierno corporativo* es percibido de manera diferente de un país a otro, refiriéndose a diferentes temas, personas o instituciones y con diferente intensidad y naturaleza en función del país y de las circunstancias; por lo tanto, la protección legal de los inversores será diferente en cada país dependiendo del origen de las reglas (La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny, 1998). En este sentido, en la literatura parece existir consenso en diferenciar dos modelos de gobierno corporativo (Gedajlovic y Shapiro, 1998): (a) el modelo angloamericano, caracterizado por una relativa pasividad de los accionistas e inversores institucionales, un consejo de administración que no es siempre independiente de la dirección, lo cual no le permite ejercer un completo control de la dirección (Jensen, 1993; Gedajlovic y Shapiro, 1998),

y un mercado de control corporativo activo; y (b) el modelo europeo continental y japonés, caracterizados por accionistas y grupos de poder activos, donde su principal accionista son empresas bancarias, un consejo de administración independiente de la dirección, lo cual permite tener un eficiente control de las actividades internas (Kojima, 1993; Kaplan, 1997; Franks y Mayer, 1998), y un limitado mercado de control corporativo (véase cuadro 1.3). Por su parte, España es un país con un mercado de capitales poco desarrollado y donde los mecanismos de gobierno predominantes son internos (Leech y Manjón, 2002); además, las empresas se caracterizan por poseer una propiedad más concentrada y un consejo de administración que no ejerce un completo control al no ser totalmente independiente de la dirección (Ricart, Álvarez y Gallo, 1999).

Cuadro 1.3
Comparativa de los patrones de gobierno corporativo en diferentes países
Fuente: Salas (2002:50)

	Alemania	Japón	Estados Unidos
Retribución directivos	Moderada	Baja	Alta
Consejo de administración	Dirección/supervisión	Principalmente internos	Principalmente externos
Propiedad (accionistas)	Concentrada: familias, empresas, bancos	Menos concentradas: bancos, empresas, familias	Difusa: ausencia de empresas entre los accionistas
Mercado de capitales	Baja liquidez	Algo líquido	Muy líquido
Mercado de control	Poco activo	Poco activo	Muy activo
Bancos	Universales	Banco principal	-
Proporción empresas cotizadas	Baja	Media/alta	Alta
Orientación derecho sociedades	Protección accionistas minoritarios y acreedores	Protección acreedores	Protección accionistas frente dirección

En muchos países, la presumible crisis de gobierno que han sufrido las empresas, puesta de manifiesto en unos pobres resultados para sus accionistas, se ha atribuido precisamente a un deficiente funcionamiento del consejo de administración, diagnóstico que ha impulsado iniciativas tendentes a reforzar el papel de este órgano de gobierno como mecanismo que debe velar por los intereses de los accionistas ejerciendo una estricta supervisión del equipo directivo (Salas, 2002). Los códigos de conducta ética de los consejos de administración constituyen un tema de debate actual en muchos países, iniciándose la corriente de reformas en el Reino Unido con la creación de PRONED, una sociedad dedicada a la búsqueda y selección de consejeros no ejecutivos; a partir de aquí, a principios de los años noventa se reabre el

debate sobre el gobierno de las sociedades, dando lugar al informe *Cadbury*, compuesto por un informe y un código de conducta dirigido principalmente a las sociedades cotizadas, y reforzado por otros dos documentos de naturaleza similar, el informe *Hampel* y el informe *Greenbury*; por otro lado, Francia se une con el informe *Viènot*, Holanda con el informe *Peters* y España con el informe *Olivencia* (Fernández-Armesto y Hernández, 2000). Recientemente, en España el informe *Olivencia* es reforzado por el informe *Aldama* publicado el 8 de enero de 2003. En el cuadro 1.4 se recogen los diferentes informes relacionados con los códigos de buenas prácticas de gobierno empresarial en los diferentes países.

Cuadro 1.4
Evolución internacional de los principales informes y códigos sobre el gobierno societario (1978-1998)

Fuente: Bueno Campos (1998a:113)

Periodo de iniciación: 1978-1989	Periodo constituyente: 1990-1994
<ul style="list-style-type: none"> . Informe FCPA (USA-77) . Informe FSL (USA-78) . Informe SEC (USA-80) . Informe NYSE (USA-88) . Informe MCDONALD (CANADÁ-88) . Informe TREADWAY (USA-89) . Informe BOLSA HONG KONG (1989) 	<ul style="list-style-type: none"> . Informe IAIM (IRLANDA-91) . Informe ALI (USA-92) . Informe CADBURY (REINO UNIDO-92) . Informe CADBURY (REINO UNIDO-94) . Informe DEY (CANADÁ-94) . Informe KING (SUDÁFRICA-94)
Periodo de desarrollo: 1995-1996	Periodo actual o de madurez: 1997-1998
<ul style="list-style-type: none"> . Informe BOSH (AUSTRALIA-95) . Informe AIMA (AUSTRALIA-95) . Informe VIÈNOT (FRANCIA-95) . Informe LEVY-LANG (FRANCIA-95) . Informe GREENBURY (REINO UNIDO-95) . Informe ERNST & YOUNG (REINO UNIDO-95) . Informe CÍRCULO DE EMPRESARIOS (ESPAÑA-96) . Informe KIRBY (CANADÁ-96) . Informe PIAC (CANADÁ-96) . Informe TIAA-CREF (USA-96) . Informe NACD (USA-96) . Informe MARINI (FRANCIA-96) . Informe ASE (HOLANDA-96) . Estudio EGON ZEHNDER (REINO UNIDO-96) 	<ul style="list-style-type: none"> . Informe PETERS (HOLANDA-97) . Informe KEIDANREN (JAPÓN-97) . Informe INTERIM (JAPÓN-97) . Informe DE KIRGUIZISTÁN (1997) . Informe CONFEDERACIÓN INDUSTRIAL (INDIA-97) . Informe DE BRASIL (1997) . Informe OCDE (1998) . Informe HAMPEL (REINO UNIDO-98) . Informe OLIVENCIA (ESPAÑA-98) . Informe FBC (BÉLGICA-98) . Informe CALPERS (USA-98) . Informe CORDÓN (BÉLGICA-98)

Los documentos recogidos en el cuadro anterior hacen referencia principalmente a los distintos factores que pueden influir en la labor supervisora que ejercen los consejos de administración, estableciendo recomendaciones y sugerencias en relación con su estructura, composición y tamaño (Fernández, Gómez y Fernández, 1998), tal como la separación entre el papel del presidente del consejo y el de la dirección ejecutiva, el aumento del número de consejeros no ejecutivos y la creación de comisiones del consejo con el objeto de aumentar su responsabilidad -e.g., comisión de auditoría, de retribuciones o de nombramientos-. La causa para la emisión de estos informes radica frecuentemente en que los consejos de administración son dominados por los

directivos, no actuando como un mecanismo de control eficiente (Leech y Manjón, 2002). En el cuadro 1.5 se encuentra un resumen del contenido de los códigos principales sobre el gobierno de las sociedades.

Cuadro 1.5
Contenido de los códigos principales sobre el gobierno societario

Fuente: Elaboración propia

País	Año	Informe	Contenido
Estados Unidos	1994	ALI	Definiciones. Objetivos. Recomendaciones al consejo y comités de supervisión. Deber de diligencia y criterio empresarial. Deber de fidelidad. OPA y cesión de control.
	1997	GM	Selección y composición del consejo. Funciones. Comisiones. Formación de los directores.
Canadá	1994	Comité del Mercado de Valores de Toronto	Nombramiento de los consejeros. Responsabilidades. Sugerencias de reformas legales.
Reino Unido	1992	Cadbury	Consejo de administración: eficacia, auditoría y responsabilidad. Accionistas: influencia, accionistas institucionales.
	1995	Greenbury	Conflicto de intereses. Comités de remuneración. Información sobre remuneración. Política de remuneraciones de los consejeros. Contrato de servicios.
	1998	Hampel	Consejeros: función y remuneración. Relación con los accionistas: voto, diálogo. Tipos de consejeros. Remuneración. Comités: auditoría, remuneración.
España	1996	Círculo de Empresarios	Consejo: dimensión, composición, obligaciones del consejero, edad de retiro, información, responsabilidad. Comités: auditoría, retribuciones, autoevaluación. Presidente. Otros funcionarios: secretario.
	1998	Comisión Nacional del Mercado de Valores	Misión del consejo. Composición. Estructura. Funcionamiento. Designación. Información. Relaciones con el consejo.
	1998	Olivencia	Consejo de administración: función, composición, tipos de consejeros, funcionamiento, designación, retribución, deberes. Relación con los mercados: transparencia, información. Relación con los auditores.
	2003	Aldama	Criterios y pautas en lo que se refiere al gobierno de las sociedades, a su relación con una serie de empresas de servicios profesionales, y a establecer tales criterios y pautas con vistas a aumentar la transparencia y la seguridad en los mercados.
Francia	1995	Viènot	Consejo de administración: misión, finalidad, composición, competencias.
Bélgica	1998		Consejo de administración: composición, consejeros no ejecutivos, dirección. Información y controles: comités de auditoría, relación con los auditores.

País	Año	Informe	Contenido
Italia	1997	Consob	Recomendaciones sobre controles societarios: Control de la administración: consejo de administración, colegio sindical. Eficacia de los auditores.
	1998	Texto único sobre intermediación financiera	Ordenación de la propiedad. Protección de las minorías. Delegaciones de voto. Acciones sin voto. Colegio sindical. Auditoría contable.
Alemania	1998	KonTrag	Ley alemana para el control y la transparencia.
OCDE	1998		Estructura de los consejos. Nombramiento. Remuneraciones. Auditoría.

El *Código de Buen Gobierno* español o *Código Olivencia* es el resultado del encargo que el Consejo de Ministros hizo a una comisión especial de expertos en 1997. Publicado en 1998, consta de veintitrés recomendaciones a tomar en consideración por las empresas españolas relacionadas con diferentes aspectos de los consejos de administración, haciendo hincapié en la necesidad de incorporar a este órgano de gobierno una mayoría de consejeros externos (no vinculados con la dirección de la empresa), la separación de los cargos de presidente y primer ejecutivo de la sociedad, la creación de comisiones delegadas en el seno del consejo, el establecimiento de una adecuada frecuencia de reuniones del consejo y la reducción del número de consejeros de forma que se incremente la operatividad en los procesos de toma de decisiones. Su objetivo es «[...] tratar de modernizar los consejos, hacerlos más operativos y transparentes, de forma que sirvan más eficazmente al interés social» (Olivencia, 1998). Recientemente, el informe Aldama (2003) aborda los problemas que fueron objeto del informe Olivencia y añade otros no recogidos por el mismo; entre los problemas tratados en este informe cabe mencionar los relativos a la especificación de los deberes de lealtad y diligencia, la definición de los conflictos de interés, el funcionamiento de los consejos de administración y la junta general de accionistas, así como la relación entre las empresas cotizadas y otras empresas con las que mantienen relaciones comerciales o de servicios de asesoramiento.

Los determinantes del atraso del gobierno de la empresa en España se hallan en el contexto del marco institucional, macroeconómico, empresarial y financiero en que se desarrolla la actividad de las empresas españolas (Eguidazu, 1999): (a) la inexistencia de una cultura de inversión en capital de riesgo en comparación con el mercado anglosajón, (b) un mercado de capitales subdesarrollado, (c) el enorme peso del Estado en la estructura de propiedad y control de las empresas, (d) la fuerte

penetración del sistema bancario en la financiación a largo plazo de la industria, (e) la práctica inoperativa del mercado de control de empresas y, por último, (f) una orientación de la estrategia y gestión de las empresas al tamaño y otros objetivos, y no a la creación de valor.

De cualquier modo, hoy en día la opinión sobre la eficacia de los mecanismos de control internos de las actuaciones directivas no es unánime (Jensen, 1993). En España algunos estudios empíricos arrojan dudas sobre la validez de las recomendaciones de los códigos de buenas prácticas societarias; así, Cuervo-Cazurra (1998) argumenta que las reformas del consejo de administración que se están debatiendo en España está muy influida por las desarrolladas recientemente en Estados Unidos y el Reino Unido, sin tener en cuenta que la existencia de problemas de separación de propiedad y control no parece justificarse en el contexto español salvo para un número de empresas muy reducidos. Este autor considera que la estructura de propiedad de las empresas en este país está muy concentrada y los consejos suelen estar dominados por grandes accionistas, por lo que dichas reformas deberían adaptarse a la realidad empresarial española, donde el riesgo no radica en la expropiación del accionista por parte del directivo sino en la expropiación de accionistas mayoritarios *versus* minoritarios.

1.1.4. Mecanismos de control externos e internos

Como ya se ha comentado, existen dos tipos básicos de mecanismos de control de la discrecionalidad directiva (Jensen, 1993): los mecanismos externos y los mecanismos internos. Los *mecanismos de control externos* pueden jugar un importante papel en la alineación de los intereses de los directivos y accionistas, sobre todo cuando los mecanismos internos son inadecuados (Hoskisson y Turk, 1990). Estos mecanismos externos, cuyo objetivo es limitar la capacidad de los directivos para mantener comportamientos oportunistas, se derivan del funcionamiento de los distintos mercados competitivos de una economía de mercado. Éstos son (Jensen, 1993): (a) el mercado de capital humano (Fama, 1980), en el cual los directivos son contratados y cuyo «precio» depende del prestigio alcanzado por los mismos; (b) el mercado de capitales (Fama y Jensen, 1983a; Demsetz, 1983; Shivdasani, 1993), donde se fija el precio de las acciones de las empresas de modo que se descuentan las posibles consecuencias de las actuaciones negligentes de los directivos; (c) el mercado de bienes y servicios (Fama y Jensen, 1983a; Demsetz, 1983; Hart, 1983) que, aunque

lento, es un mecanismo que impide la supervivencia de empresas que no ofrecen a sus clientes los productos deseados; y (d) el sistema legal/político/reglamentario (Jensen y Meckling, 1976; La Porta *et al.*, 1998), que tiene la virtud de precisar y estabilizar algunos aspectos de la conducta de los directivos. Seguidamente analizaremos cada uno de estos mecanismos de control externo.

El mercado de capital humano o de control empresarial (Manne, 1965; Fama, 1980; Jensen y Ruback, 1983) entra en juego cuando los intereses directivos intentan beneficiarse de alguna manera de la relación contractual, de manera que la existencia de equipos directivos dispuestos a competir por el control de recursos empresariales gestionados de forma ineficiente, permite expulsar a los directivos que mantengan políticas subóptimas de inversión e incentiva a éstos a mantener el criterio de optimización en la toma de decisiones. Se trata de un mercado que protege al accionista, que surge cuando otros mecanismos de control empresarial son lentos o han desaparecido, y que ofrece una supervisión gratuita en su actuación (Jensen, 1994, 1995). Según Douma y Schreuder (1991), una alta posición de un directivo en una gran empresa hace que éste consiga más poder, prestigio, dinero y satisfacción que esa alta posición en una empresa pequeña, por lo que se espera una competencia entre los directivos para conseguir una buena posición en las grandes empresas.

Por su parte, el mercado de capitales valora las decisiones de las empresas que cotizan en bolsa y, por tanto, es un instrumento de control de la actuación de los directivos que, a medida que los mercados son más eficientes, se vuelve más eficaz (Melle, 1998). Jensen (1988), Scharfstein (1988) y Franks y Mayer (1996) demuestran que el control societario disciplina la actuación de los directivos en beneficio de su valor y sus accionistas. En la línea de estos autores, Holl (1977) señala que unos directivos que no busquen la maximización de los rendimientos para los accionistas verán ese hecho reflejado, lógicamente, en una reducción del precio de las acciones de la empresa; si como consecuencia de ello el valor de mercado de la empresa cae en relación con el valor descontado de los rendimientos de su capital económico, resultará tentador para terceros ajenos a la empresa comprar acciones, tomar su control y corregir su gestión de forma que se eleve el valor de las acciones.

Sin embargo, la eficacia de este mecanismo de gobierno de empresas no está exenta de ciertos inconvenientes (Melle, 1998): (a) las tomas de control son tan costosas que solamente se recomiendan para controlar empresas con grandes fracasos en la

actuación de los directivos, (b) las adquisiciones pueden incrementar los costes de agencia si los directivos oferentes sobrepagan por las adquisiciones que les otorgan beneficios privados de control, (c) las tomas de control requieren un mercado de capitales líquido, y (d) las adquisiciones hostiles son mecanismos extremada y políticamente vulnerables, ya que se oponen a los *lobbies* de directivos. Ante la amenaza de potenciales tomas de control, los directivos pueden tratar de «protegerse» mediante diversos instrumentos, como por ejemplo a través de contraofertas de adquisición de acciones o del mantenimiento de autocarteras elevadas para mejorar el valor de las acciones o para poder venderlas a accionistas afines (Garrido y Rodríguez, 1996).

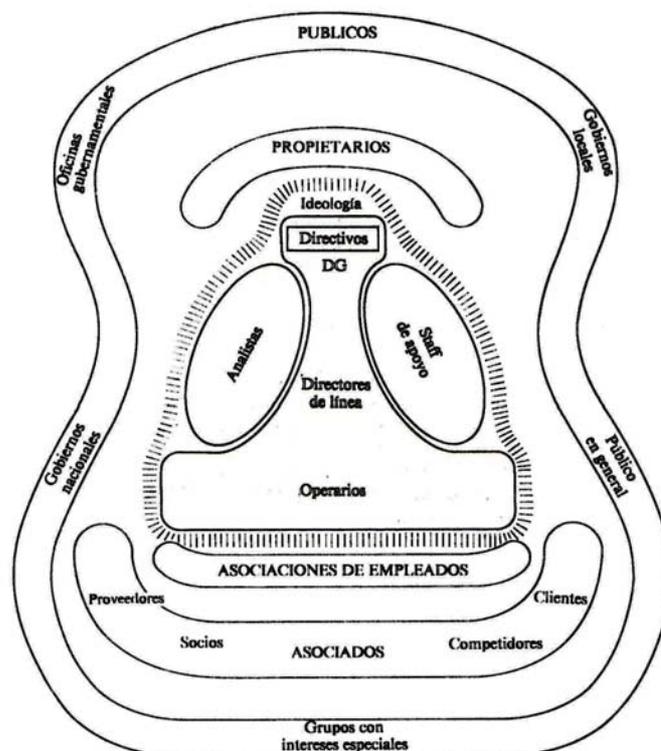
Haciendo referencia al mercado de bienes y servicios, cuando la empresa actúa en un entorno competitivo, las fuerzas de la competencia en los mercados presionan para que el objetivo de la empresa sea el de maximizar su valor; si algún factor, como el directivo, obtiene una remuneración superior a su aportación, puede hacer que ello afecte a la propia supervivencia de la empresa (Douma y Schreuder, 1991). En esta línea, para que este mecanismo de control sea eficaz, la estrategia a emprender consiste en aumentar el grado de competencia en los distintos mercados donde actúan las empresas (Hart, 1983). Según Schmidt (1997), un incremento en el grado de competencia tiene dos efectos sobre los incentivos de los directivos empresariales debido a que (a) hace que aumente la probabilidad de liquidación, lo que provoca un efecto positivo sobre la actuación de la dirección, y (b) reduce los beneficios de las empresas, lo que hace menos atractivo para la dirección dedicar grandes esfuerzos.

Por último, señalar la relevancia del sistema legal/político/reglamentario como elemento explicativo de la configuración y grado de eficacia del sistema financiero de un país, estudiado de forma destacada por autores como La Porta *et al.* (1997, 1998, 2000, 2001) y La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (1999), los cuales muestran cómo las diferencias en la legislación y en la calidad de ejecución de la misma en distintos países configuran el sistema de gobierno de las empresas y, por tanto, su capacidad para obtener recursos externos. Es decir, se habla de las normas legales que protegen los derechos económicos, de información, de representación y voto de los propietarios-inversores (Eguidazu, 1999).

Con respecto a los *mecanismos de control internos*, muchas organizaciones funcionan a través de una jerarquía o una cadena de gobierno, la cual identifica a aquellos grupos que tienen una influencia legítima sobre los propósitos de la organización

Charkham (1994). Siguiendo a Mintzberg (1984, 1991a) en su estudio sobre cómo se estructuran las organizaciones, la empresa está estructurada en cinco partes fundamentales (véase figura 1.1). Por un lado, de menor a mayor nivel de autoridad, se encuentra en la base el núcleo operativo constituido por aquellas personas que llevan a cabo las tareas básicas de la empresa, es decir, los operarios, que realizan el trabajo fundamental de la organización -e.g., tareas de *input*, proceso, *output* y apoyo directo relacionadas con la producción de servicios o productos-. Justo encima del núcleo operativo se encuentra el componente administrativo formado por: (a) el ápice estratégico, desde donde se supervisa todo el sistema y donde se localizan el presidente ejecutivo, los consejeros delegados, el comité ejecutivo o el *staff* del presidente, y (b) la línea media, que une el ápice estratégico con el núcleo operativo y donde nos encontramos a los directivos de división, de departamento y los restantes mandos de producción y ventas no pertenecientes al nivel operativo. Dentro de este componente administrativo, pero fuera de la línea jerárquica de autoridad, existen otras dos partes fundamentales de la organización: (a) la tecnoestructura, que figura a la izquierda de la línea media, formada por analistas, especialistas o expertos en las distintas funciones de la dirección y de la explotación económica de la empresa; y (b) el *staff* de apoyo, a la derecha de la línea media, que proporciona soporte a la organización desde fuera de la corriente de trabajo operativo, es decir, sin intervenir en la actividad principal -e.g., cafetería, servicio de correos, asesoría jurídica, etc.

Figura 1.1
Influencias internas y externas en una organización
 Fuente: Mintzberg (1991a:115)



Como señala Bueno Campos (1996), la estructura de la organización de Mintzberg (1984) sitúa en el ápice estratégico a la alta dirección como elemento que representa el papel de la dirección general, corporativa e institucional, con sus correspondientes competencias sobre la definición de la misión, de los objetivos generales y a largo plazo y de las estrategias genéricas de la organización. Para Certo y Peter (1996), entre los títulos que, por lo general, corresponden a la alta dirección figuran los de presidente, director general o consejero delegado, director ejecutivo, vicepresidente y vicepresidente ejecutivo; en organizaciones pequeñas el director general puede ser al mismo tiempo un propietario/empresario.

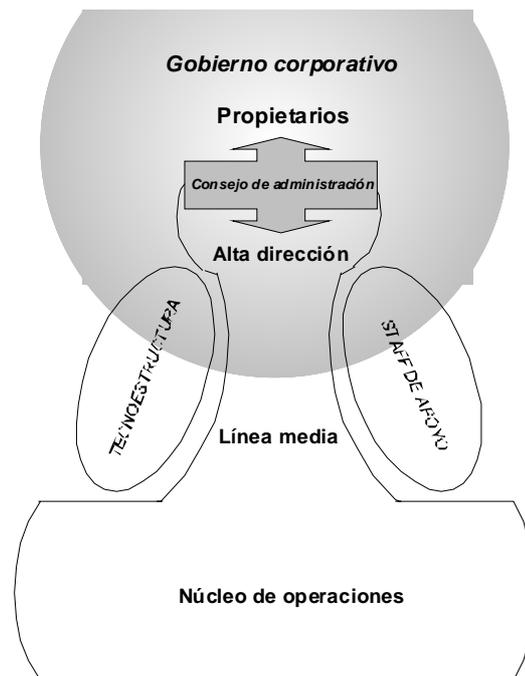
En las empresas donde existe separación entre propiedad y dirección, los propietarios delegan en el consejo de administración los derechos de decisión y control y, a su vez, el consejo delega en los directivos la gestión de la empresa para, posteriormente, por delegación de los accionistas, supervisar la actuación de los equipos directivos (Andrés, Azofra y López, 2001). Ante esta situación, por encima del vértice se encontraría una nube amorfa que serían los propietarios, los cuales estarían conectados con la pirámide a través del consejo de administración. La pirámide y la nube amorfa señalan dos territorios de actuación diferentes: en la pirámide está la gestión diaria de las operaciones, mientras que en la nube amorfa está concentrada la propiedad (Garrido y Rodríguez, 1996). Para Mintzberg (1991b), los propietarios son un elemento de la coalición externa que, junto a los sindicatos u otras asociaciones laborales, proveedores, clientes, competidores o todo tipo de público -en forma de gobiernos o grupos de interés especiales-, tratan de ejercer influencia sobre la organización, intentando afectar a las decisiones y acciones realizadas en el interior.

Por tanto, si tenemos en cuenta que el gobierno de la empresa hace referencia a los mecanismos que previenen o corrigen el posible conflicto de intereses entre directivos y accionistas (e.g., Crespí y Gispert, 1999), y que en el ápice estratégico, según Mintzberg (1984), se encuentran los encargados de la responsabilidad general de la organización, ante separación de propiedad y dirección, las partes de la organización que están involucradas en el gobierno corporativo son la propiedad, el consejo de administración y la alta dirección (véase figura 1.2). Es patente que, cuando se habla de gobierno corporativo en estos términos, se hace referencia a grandes empresas que normalmente adoptan la forma de sociedad anónima y en las cuales son numerosos los accionistas o propietarios de una parte del capital de la empresa y, por consiguiente, delegan su gestión a un consejo de administración (Garrido y Rodríguez,

1996).

Figura 1.2 El gobierno de la empresa

Fuente: Elaboración propia a partir de Mintzberg (1984:59) y Bueno Campos (1996:133)



Ante esta situación, la estructura del consejo de administración (Fama, 1980; Baysinger y Butler, 1985; Weisbach, 1988; Hermalin y Weisbach, 1991; Yermarck, 1996), los sistemas de remuneración basados en los incentivos (Murphy, 1985; Jensen y Murphy, 1990; Mehran, 1995), la utilización de deuda en la empresa o estructura de capital, y la estructura de propiedad, en su doble vertiente -la participación de los gestores en el capital (Jensen y Meckling, 1976) y la concentración y distribución de la propiedad (Shleifer y Vishny, 1986; Demsetz y Len, 1985)-, forman parte de los mecanismos de control internos con los que cuenta una empresa para limitar la discrecionalidad directiva.

Por tanto, se puede observar cómo la separación entre propiedad y control en las corporaciones modernas sirve de base para un importante tema de discusión sobre el papel que juegan la estructura de propiedad, el consejo de administración y la alta dirección como mecanismos de control interno en la empresa (Berle y Means, 1932; Johnson, Daily y Ellstrand, 1996). A continuación, en los tres apartados que siguen, se

procede a profundizar en el análisis de cada uno de estos mecanismos o elementos de gobierno.

1.1.5. Estructura de propiedad

La separación entre propiedad y control en las grandes empresas provoca motivaciones diferentes entre propietarios y directivos (Mason, 1957; Williamson, 1964). La propiedad de la empresa influye en la competitividad de la misma, pues incide directamente en cómo se toman las decisiones más importantes (Salas, 1999). En este sentido, los propietarios o accionistas deben ser capaces de coordinar las acciones y demandar la información necesaria que les permita superar cualquier asimetría de información (Berle y Means, 1932), e influir en las decisiones tomadas por los directivos, orientando la responsabilidad de los mismos hacia la maximización del valor y hacia las estrategias que defiendan los intereses de los propietarios de la empresa (Riahi-Belkaoui, 1996). La revisión de la literatura confirma que la estructura de propiedad tiene importantes implicaciones para el gobierno corporativo y para la rentabilidad (Short, 1994; Shleifer y Vishny, 1997), siendo los principales mecanismos de control la concentración de la propiedad (Demsetz y Lehn, 1985; Shleifer y Vishny, 1986; Leech y Leahy, 1991) y la participación accionarial de los gestores (Stulz, 1988; Morck, Shleifer y Vishny, 1988; McConnell y Servaes, 1990).

Para Galve y Salas (1992), el análisis de la estructura de propiedad de la empresa puede llevarse a cabo a través del estudio de tres variables principales: (a) el tipo de control sobre la empresa, que permite una determinada composición del accionariado; (b) el grado de concentración del accionariado; y (c) el grupo institucional que ejerce ese control. En este sentido, Fogelberg (1980) considera el control de una empresa como la capacidad de dirigir los asuntos de la misma influyendo en las decisiones políticas que se tomen, donde el control último viene determinado por la distribución de las acciones y la capacidad de cualquier accionista o grupo de accionistas para influir en las decisiones tomadas por el consejo de administración. Con respecto a la concentración del accionariado, Demsetz y Lehn (1985) señalan la existencia de cuatro posibles factores determinantes de la misma: (a) la dimensión de la empresa, que tiene una relación inversa con el nivel de concentración; (b) el control potencial, que depende del nivel de incertidumbre asociado a los resultados; (c) la regulación, que también tiene una relación inversa con el nivel de concentración, ya que un sector regulado actúa como mecanismo de control; y (d) el atractivo potencial de la empresa,

que está relacionado positivamente con la concentración de la propiedad. Y con relación a los tipos de control, Fogelberg (1980) señala cuatro en función de la separación entre la propiedad y el control (véase cuadro 1.6): control mayoritario, minoritario, conjunto y directivo.

Cuadro 1.6
Clasificaciones de los tipos de control
Fuente: Fogelberg (1980:61) y Fox y Hamilton (1994:72)

Clasificación	Condiciones
Control mayoritario	Cuando la mayoría del capital (> 50%) la posee un accionista o un grupo accionarial con aspectos comunes.
Control minoritario	Cuando el accionista individual o el grupo accionarial tiene votos suficientes para controlar la compañía en su propio interés. Para ello se tiene que controlar entre un 15% y el 50% de los votos, estando este porcentaje representado en consejo.
Control conjunto	Cuando existe un fuerte relación entre la minoría y la dirección o existe un control directivo por parte de esta minoría. Pueden darse dos situaciones: (a) el accionista minoritario o grupo minoritario posee entre el 10-15% de la propiedad y representación en el consejo. (b) la propiedad controlada es más de un 5% con representación en el consejo e involucrado activamente en la dirección.
Control directivo	La propiedad se encuentra tan dispersa que no existe ni un accionista individual o grupo que tenga un control minoritario lo bastante grande para permitirle ejercer un control sobre las decisiones de la empresa.

En referencia a la estructura de propiedad de la empresa española, destacan el trabajo de Galve y Salas (1992) -que realizan un estudio de la propiedad de 311 empresas cotizadas en las bolsas españolas- y el de González y Menéndez (1993) -que analizan la propiedad de 199 empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid-. En su análisis, Galve y Salas (1992, 1996) distinguen entre (a) control absoluto, cuando una persona o un grupo posee el 80 por ciento o más de las acciones de la sociedad; (b) control mayoritario, cuando las participaciones de una persona o un grupo oscilan entre el 50 y el 80 por ciento; (c) control minoritario, situación en que una persona o un grupo, sin poseer la mayoría de las acciones, tiene el control de hecho, estimándose esta participación entre el 5 y el 50 por ciento del capital social; y (d) control interno, si ningún individuo o grupo posee una fracción importante de capital social, considerándose que el porcentaje significativo se sitúa a partir del 5 por ciento y, si nadie posee más de esta cantidad, se considera que el control está en manos de la dirección de la empresa o su consejo de administración. En este sentido, los resultados del perfil de propiedad de las empresas españolas cotizadas realizado por estos autores es el siguiente (cuadro 1.7).

Cuadro 1.7
Estructura de propiedad y control de la empresa española
(datos en porcentaje)

Fuente: Galve y Salas (1992:82)

	Familia y particulares	Bancos y entidades de crédito	Empresa nacional	Empresa extranjera	Sector público	Bolsa	Total empresas
Control absoluto	8,6	19,2	10,7	22,2	14,3	-	14,1
Control mayoritario	53,1	38,5	45,2	42,6	71,4	-	44,7
Control minoritario	38,3	42,3	44,1	35,2	14,3	-	38,9
Control interno	-	-	-	-	-	100,0	2,3
Total de empresas	26,1	25,1	27,0	17,4	2,2	2,3	100,0

En el cuadro anterior se puede observar que existe un alto nivel de concentración en las grandes empresas españolas, siendo marginal la presencia de estructuras de propiedad difusa. En este sentido, el 58,8 por ciento -14,1 por ciento con control absoluto y 44,7 por ciento con control mayoritario- de las empresas de la muestra tienen un accionista con un porcentaje superior al 50 por ciento de la propiedad, siendo únicamente un 2,3 por ciento de las empresas las que presentan una verdadera separación entre accionistas y directivos. Por su parte, González y Menéndez (1993) confirman muchos de estos resultados, encontrando que el 38,2% de su muestra tiene un accionista con un porcentaje de propiedad superior al 50 por ciento y que el 36,2 por ciento de la propiedad se encuentra en manos de empresas no financieras.

Como mecanismo de control interno de la empresa, la presencia de un gran accionista puede ayudar a mitigar el problema de agencia presente entre accionistas y directivos (e.g., Shleifer y Vishny, 1986; Hill y Snell, 1989; Zeckhauser y Pound, 1990). Como señala Azofra y Santamaría (2000), en una organización en la que sea posible transferir los títulos de propiedad sin pérdidas de valor y en donde exista una importante dispersión del capital entre múltiples accionistas, éstos no cuentan con incentivos suficientes para controlar la actuación de los directivos; por el contrario, la existencia de un accionista mayoritario con capacidad para controlar y despedir a los directivos puede paliar posibles comportamientos oportunistas. Sin embargo, este tipo de grandes accionistas plantea el problema de determinar quién supervisa al supervisor (Steinherr y Huveneers, 1990), es decir, la concentración de propiedad no está exenta de inconvenientes, especialmente cuando el accionista mayoritario usa su influencia en su propio interés sobre el resto de accionistas minoritarios (La Porta *et al.*, 1999, 2001; Burkart y Panunzi, 2001). En este sentido, el trabajo de Cuervo-

Cazurra (1997) contrasta empíricamente en una muestra de empresas no financieras españolas que los grandes accionistas utilizan a menudo su posición de supervisores para obtener beneficios privados.

Por otro lado, otra cuestión importante relacionada con la eficacia de la estructura de propiedad la representan, además de la concentración accionarial, las características del propietario que ostenta la mayoría de votos y su habilidad e incentivos para ejercer una función activa de control (Marseguerra, 1998). Así por ejemplo, una persona física o grupo familiar, o bien inversores institucionales como accionistas principales, cuentan con un mayor incentivo para ejercer el control; de esta forma, los primeros poseen poca capacidad para diversificar sus inversiones a través de otras empresas, lo que le hará preocuparse por salvaguardar los intereses en ésta, y los segundos, por su parte, poseen capacidad para controlar ya que cuentan con economías de escala y de experiencia a la hora de ejercer su labor supervisora en varias empresas a la vez (Diamond, 1984); aunque, por el contrario, la mayor diversificación de las inversiones por parte de estos inversores institucionales también puede generar una pérdida de control por estar presente en varios negocios a la vez (Pound, 1988). En este sentido, en relación con las clases de grupo o entidades que ejercen el control, Pederson y Thomsen (1997), en su estudio sobre los grandes propietarios de las mayores empresas europeas, señalan que existen diferentes tipos: los inversores institucionales, las entidades financieras, las empresas no financieras, el propietario individual, las familias o el gobierno. Estos autores recogen los aspectos principales de cada uno de ellos en los siguientes términos:

- Los inversores institucionales se caracterizan por poseer inversiones en cartera y tener una relación a largo plazo con las empresas, sus resultados son medidos en términos de éxito financiero y su objetivo es el valor para el accionista, aunque su baja propiedad accionarial les impide tener capacidad para influir en la dirección².
- El propietario individual o la familia está asociado con el papel de propietario y directivo de la empresa a la vez, por lo que normalmente se caracteriza por ser averso al riesgo, lo que hace que las inversiones que se realizan sean muy bien analizadas; en algunos casos, la familia como propietaria puede buscar beneficios privados a costa del pequeño accionista.

² Los inversores institucionales son especialmente relevantes en Estados Unidos, el Reino Unido y Japón, a diferencia de los casos de Alemania y , en especial, España, donde tienen poco peso (Cuervo-Cazurra, 1998).

- Las entidades financieras en la propiedad de la empresa³ generan ventajas debido a que se pueden lograr privilegios de acceso al capital, información y otros servicios que ofrecen las entidades.
- Los grupos de empresas⁴ -donde nos encontramos lazos entre empresas verticales que pertenecen al mismo sistema de valor, con frecuentes transacciones y especificidad de los activos- permiten la transferencia de conocimientos y la reducción de costes al existir menores riesgos por pérdida de control de la materia prima o de los productos terminados.
- La participación de la Administración en la propiedad de las empresas cuenta con ventajas asociadas a la concesión de créditos, liquidez o costes del capital, pero se puede tender a satisfacer más los objetivos políticos que los de rentabilidad.

Clarke y Bostock (1996) llevan a cabo un estudio sobre la estructura de propiedad en diferentes países en función de los grupos o entidades que ejercen el control (véase cuadro 1.8), encontrando que en la estructura accionarial italiana y estadounidense predomina la familia, mientras que en Francia y en Japón lo hacen las empresas no financieras.

Cuadro 1.8
Estructura accionarial (datos en porcentaje)

Fuente: Clarke y Bostock (1996:238)

	Alemania	Estados Unidos	Japón	Francia	Italia	Reino Unido
<i>Instituciones financieras</i>	29,0	30,4	48,0	6,5	11,3	61,8
. Bancos	14,3	0,0	18,9	4,3	9,9	0,6
. Empresas de seguros	7,1	4,6	19,6	2,2	0,8	17,3
. Fondos de pensiones y otros	7,7	25,8	9,5	1,9	0,6	43,9
<i>Instituciones no financieras</i>	71,0	69,6	52,0	93,5	88,7	38,2
. Empresas no financieras	38,8	14,1	24,9	54,5	23,0	3,1
. Familias	16,6	50,2	22,4	20,7	33,9	17,7
. Administración pública	3,4	0,0	0,7	4,5	27,0	1,3
. Extranjeros	12,2	5,4	4,0	11,9	4,8	16,3

³ Esta situación es ilegal en Estados Unidos, se evita en el Reino Unido y juega un papel importante en el modelo alemán, en donde los bancos son proveedores universales de servicios financieros en compañías industriales (Charkham, 1994). En España, el sistema de control corporativo que prevalece es un sistema de control bancario (Cuervo-Cazurra, 1998).

⁴ Este aspecto se asocia a las empresas japonesas -*keiretsu*-, así como a los *holdings* franceses o a los grupos de negocio suecos (Kester, 1992; Charkham, 1994).

Además, por otra parte, Galve y Salas (1992) también llevan a cabo una comparación de la estructura de propiedad de diferentes países, llegando a la conclusión de que, en España, las empresas no financieras (27% de la muestra) figuran como el principal accionista, seguidas por los grupos familiares (26,1%) o instituciones financieras (25,1%); además, esta estructura del accionariado en la empresa española es similar a la que se observa en los países continentales europeos, la cual a su vez difiere de la que se manifiesta entre las empresas anglosajonas (cuadro 1.9).

Cuadro 1.9
Estructura de propiedad por grupos de control (datos en porcentaje)

Fuente: Galve y Salas (1992:89)

	Familia y particulares	Corporaciones no financieras	Sector Público	Instituciones financieras	Capital extranjero	Total
Alemania	17,0	51,0	10,0	15,0	8,0	100,0
Francia	38,0	22,0	0,0	24,0	16,0	100,0
Japón	27,0	25,0	0,0	42,0	5,0	100,0
Inglaterra	28,0	5,0	3,0	60,0	4,0	100,0
Estados Unidos	51,0	15,0	0,0	28,0	6,0	100,0
España	26,1	27,0	2,2	25,1	17,4	100,0

Por último, la participación accionarial del equipo gestor -directivos y miembros del consejo de administración-, por su parte, puede provocar dos tipos de comportamiento: convergencia de intereses con los accionistas y atrincheramiento (Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983b). De acuerdo con la hipótesis de convergencia de intereses, el valor de mercado y los beneficios mejoran con aumentos de propiedad en manos de los directivos. En este sentido, Jensen y Meckling (1976) afirman que los costes de desviarse de la maximización de la riqueza de los accionistas disminuyen cuando los directivos apuestan por el crecimiento de la empresa, siendo estos últimos menos propensos a despilfarrar riqueza corporativa cuando ellos soportan gran parte de los costes, es decir, cuando poseen una parte importante de la propiedad de la empresa que gestionan. Por otra parte, en la hipótesis de atrincheramiento el valor de mercado y los beneficios no mejoran por producirse aumentos de propiedad en manos del equipo directivo. Demsetz (1983) y Fama y Jensen (1983b) se oponen a la visión de asociar los costes con la propiedad directiva; así, si el equipo gestor mantiene poca cantidad de propiedad de la empresa, éstos trabajarán de acuerdo con la maximización del beneficio debido a que las fuerzas disciplinadoras reducen la rentabilidad privada de los mismos (e.g., mercado de trabajo, de productos o de control). Si los directivos tienen una gran proporción del capital de la empresa, tienen un gran poder de voto que garantiza su trabajo, lo cual puede ir en contra de un comportamiento maximizador del valor.

1.1.6. Consejo de administración

El consejo de administración se configura como vértice del sistema de control interno de las empresas (Jensen, 1993), caracterizándose por ser un elemento clave en el estudio del gobierno corporativo puesto que implica la supervisión y validación de importantes decisiones corporativas (Fama, 1980; Mizruchi, 1983; Zahra y Pearce, 1989; Bainbridge, 1993; Johnson *et al.*, 1996), además de ser el encargado de contratar y despedir al director general e incluso de fijar su remuneración (Baysinger y Bulter, 1985; Hermalin y Weisbach, 1991). Tal y como señalan Baysinger y Butler (1985), Miller (1993), Johnson *et al.* (1996) y Chatterjee y Harrison (2001), el consejo de administración tiene como objetivo, entre otros, orientar los asuntos de la organización y velar por los intereses de los accionistas a través del control de la alta dirección, actuando así como órgano intermedio entre accionistas y equipos directivos a los que, en algunas situaciones extremas, puede llegar incluso a sustituir en sus funciones (Salas, 2002). Como principal mecanismo interno de resolución de conflictos de agencia dentro de la empresa (Jensen, 1993), este órgano centra su labor en la supervisión del comportamiento del equipo directivo (Baysinger y Bulter, 1985; Hermalin y Weisbach, 1991).

El consejo tiene, en consecuencia, una importante labor a realizar, pero en la práctica se enfrenta a serias dificultades para acometerla (Salas, 1999). Por lo general, el tiempo del que dispone un consejo de administración debería considerarse como un recurso escaso que tendría que asignarse a aquellas actividades en las que pueda contribuir en forma exclusiva y con la mayor eficacia al logro de los objetivos de la organización (Demb, Chouet, Lossius y Neubauer, 1989). Tal y como recogen Kakabadse, Kakabadse y Kouzmin (2001), la literatura sobre gobierno corporativo ha identificado diferentes roles del consejo de administración (Zahra y Pearce, 1989; Gopinath, Siciliano y Murray, 1994; McNulty y Pettigrew, 1996; Hung, 1998; Maassen, 1999). Sin embargo, los tres sobre los que parece existir un mayor consenso y que han sido estudiados por una gran variedad de perspectivas teóricas son (Zahra y Pearce, 1989; Gopinath *et al.*, 1994; Maassen, 1999): servicio, control y estrategia. Un resumen de los aspectos centrales de cada una de estas funciones del consejo de administración desde diferentes perspectivas teóricas se muestra en el cuadro 1.10.

Cuadro 1.10
Funciones del consejo de administración
 Fuente: Kakabadse, Kakabadse y Kouzmin (2001:25)

	Funciones del consejo		
	Servicio	Control	Estrategia
Perspectiva teórica	. Teoría del <i>stewardship</i> (perspectiva consenso)	. Teoría de la agencia (perspectiva conflicto) . Aproximación legalista	. Dependencia de recursos . Teoría de los <i>stakeholders</i> . Modelo político
Funciones principales	. Dividir la organización en comisiones. . Controlar la empresa. . Reforzar la reputación de la empresa. . Formular e implementar las decisiones.	. Salvaguardar los intereses del accionista. . Seleccionar al director general. . Controlar al director general y al equipo directivo. . Revisar los análisis del director general. . Ratificar las decisiones ejecutivas.	. Guiar la misión corporativa. . Desarrollo, implementación y control de la estrategia de la empresa. . Localización de los recursos. . Controlar los límites de la empresa.

Para Zahra y Pearce (1989), Monks y Minow (1995) o Forbes y Milliken (1999), la función de *control* requiere evaluar los resultados de la compañía y del director general para asegurar un adecuado crecimiento corporativo, protegiendo los intereses accionariales, mientras que la función de *servicio* hace referencia a cómo la empresa se relaciona con su entorno, refuerza su reputación y aconseja a la dirección participando activamente en la formulación de la estrategia. En esta línea, la mayoría de los expertos en la forma de regir una empresa sostienen que las compañías deberían incentivar la participación del consejo en el proceso de *dirección estratégica* como medio para mejorar la calidad de las decisiones y para que, con ello, los miembros del consejo puedan cumplir mejor con sus responsabilidades de representar los intereses de los accionistas (Andrews, 1981).

En los últimos años la literatura científica se ha hecho eco de la creciente relevancia del consejo de administración, la cual no se deriva únicamente de la importancia que toma dicha institución como parte de la estructura de gobierno sino, además, porque en el ámbito estratégico constituye un elemento determinante de las decisiones corporativas. En efecto, Jackson (1992) la importancia del consejo de administración en la empresa se asimila a la del equipo de dirección en cuanto a la participación en las toma de decisiones estratégicas, aunque, como señalan Fama y Jensen (1983b), diferenciándose en el hecho de que dicho consejo no participa en la implementación de la misma. Los trabajos empíricos que se han realizado hasta la fecha en torno a la figura del consejo de administración pueden englobarse en tres campos (Hermalin y Weisbach, 2001): (a) la relación entre las características del consejo tales como su

composición o su tamaño con el rendimiento de la empresa, (b) cómo afectan dichas características del consejo a su funcionamiento, y (c) cuáles son los factores que inciden en la estructura del consejo y qué evolución muestran a lo largo del tiempo. Por todo ello, los factores que influyan en la eficiencia de este órgano supervisor son clave para el gobierno de la empresa, factores que podrían agruparse en torno a su composición, características, estructura y procesos (Zahra y Pearce, 1989, Maassen, 1999). A continuación se profundizará en cada uno de estos factores o atributos, mostrándose en el cuadro 1.11 un resumen de los atributos del consejo de administración que han sido tratados en la literatura bajo cada uno de estos cuatro grupos de factores.

Cuadro 1.11
Atributos y dimensiones del consejo de administración que influyen en los resultados de la empresa

Fuente: Kakabadse, Kakabadse y Kouzmin (2001:26)

Composición	Características	Estructura	Procesos
. Tamaño del consejo. . Representación de consejeros externos. . Representación minoritaria.	. Antecedentes de los consejeros, creencias y atributos. . Orientación de los consejeros (interna/externa). . Independencia. . Especialización externa. . Grupos de interés. . Recursos de impacto.	. Estructura de liderazgo. . Eficiencia de la estructura del consejo (liderazgo, flujo de información entre consejeros).	. Intensidad y calidad de las relaciones entre consejeros. . Interfaz director/presidente y el consejo. . Nivel de consenso. . Comprensión y explicación de los procedimientos y acciones del consejo. . Procedimientos internos.

En primer lugar, la *composición del consejo* hace referencia al tamaño del mismo, al tipo de consejero y a la representación minoritaria (Zahra y Pearce, 1989; Maassen, 1999). La literatura sobre consejos de administración, básicamente empírica, hace descansar su eficacia sobre el tamaño del consejo (Jensen, 1993; Yermarck, 1996; Eisenberg, Sundgreen y Wells, 1998) y la composición e independencia del mismo (Baysinger y Butler, 1985; Weisbach, 1988; Hermalin y Weisbach, 1988, 1991; Rosenstein y Wyatt, 1990, 1997; Bhagat y Black, 2000). La dimensión del consejo - medida por el número de consejeros- puede influir en la eficiencia supervisora, de tal forma que un tamaño elevado, aunque en principio podría ser beneficioso porque al haber más consejeros habría una mayor variedad de opiniones y podría conllevar un incremento de la capacidad de supervisión del consejo (Pearce y Zahra, 1992), también podría suponer un impedimento para la toma de decisiones de forma rápida y eficiente en el seno de este órgano, pues podrían aparecer problemas de coordinación e información (Pfeffer, 1972; O'Reilly, Caldwell y Barnett, 1989; Lipton y Lorsch, 1992; Jensen, 1993). Además, investigadores del campo de la psicología han encontrado

que los grandes grupos frecuentemente sufren de una disfunción de las responsabilidades o improductividad social que genera una pobre contribución tanto en esfuerzo como en calidad (Latene, Williams y Harkins, 1979; Janis, 1989). En relación con esta variable, Lipton y Lorsch (1992) consideran como óptimo un consejo donde participen de siete a nueve consejeros.

En cuanto a la naturaleza de los consejeros se puede distinguir, entre sus miembros, dos grupos principales, el de los consejeros internos y el de los consejeros externos, existiendo diferentes categorías de externos en el consejo; mientras que los consejeros internos son aquellos que al mismo tiempo ostentan cargos directivos, los externos no están vinculados a la dirección de la empresa -es decir, no son ejecutivos- (Dalton, Daily, Ellstrand y Johnson, 1998). Por esta razón, sería de esperar una mayor eficiencia supervisora del consejo de administración si está compuesto mayoritariamente por consejeros externos, pues aunque los internos podrían aportar sus conocimientos y una experiencia valiosos, éstos tenderán a ser reticentes a ejercer una función supervisora de los directivos que no maximicen el valor de la empresa (Weisbach, 1988; Rosenstein y Wyatt, 1990; Hermalin y Weisbach, 1998), de manera que puede producirse un atrincheramiento de los intereses directivos (Spencer, 1983; Fredrickson, Hambrick y Baumrin, 1988; Walsh y Seward, 1990; Westphal, 1999). Por otro lado, a los consejeros externos se les atribuye mayor independencia y, por lo tanto, mayor capacidad para controlar y evaluar a la dirección (Fama, 1980), además de ser más eficaces en la búsqueda de los intereses accionariales (Kesner, Victor y Lamont, 1986; Mallete y Fowler, 1992; Rechner, Sundaramurthy y Dalton, 1993). No obstante, Daily, Jhonson y Dalton (1999) distinguen en los consejeros externos entre: (a) los consejeros externos independientes, que son aquellos que no están vinculados de ninguna forma a la propiedad de la empresa y que son nombrados debido a su competencia y prestigio profesional; y (b) los consejeros externos afiliados, que son aquellos que, a pesar de no ser directivos, tienen un vínculo personal y/o profesional con la empresa (Daily *et al.*, 1999), con lo cual difícilmente podrán cumplir objetivamente con sus funciones de evaluación y control.

Por tanto, la clave se encuentra en conocer en qué medida los miembros de un consejo son verdaderamente independientes del presidente o de los accionistas de referencia (Dalton, Johnson y Ellstrand, 1999). En este sentido, habría que tener en cuenta que los directivos pueden utilizar su poder para situar como consejeros a

personas con las que existe alguna relación personal (Bainbridge, 1993). Las reformas de gobierno de la empresa abogan por un incremento de la representación de los externos verdaderamente independientes en el consejo, como forma de conseguir una mejor protección de los intereses de los accionistas (Rechner *et al.*, 1993).

En segundo lugar, tal y como señalan Zahra y Pearce (1989), las *características del consejo* recogen, por un lado, aquellos aspectos relacionados con los antecedentes de los consejeros -tales como la edad, la antigüedad, la formación, sus habilidades y su experiencia- y, por otro lado, las que trascienden de las características individuales o colectivas de los consejeros y reflejan la personalidad del consejo -tales como el estilo o el modo de funcionar o personalidades- (e.g., Lynch, 1979; Mueller, 1981; Hambrick, 1987; Pettigrew, 1992; Forbes y Milliken, 1999); la personalidad del consejo refleja la disposición del mismo a enfocar los problemas internos *versus* problemas externos (Pearce, 1983), su independencia de la dirección (Geneen, 1984) y sus intereses personales a través de su propiedad accionarial (Kesner, 1987). Como señalan Huse (1998) o Forbes y Milliken (1999), no es suficiente con que los consejeros posean un cierto grado de formación y habilidades, sino que también es necesario que hagan un uso activo de las mismas durante las reuniones del consejo.

En tercer lugar, y de manera reciente, empiezan a tomar una especial relevancia estudios que se centran en la estructura y el procedimiento en la toma de decisiones del consejo (Gabrielsson y Winlund, 2000). La *estructura del consejo* hace referencia a cómo se estructura el mismo en diferentes comisiones (John y Senbet, 1998), las cuales son utilizadas por la empresa para ayudar al consejo en sus actividades (Zahra, 1990). Más concretamente, se estudian variables como el número y tipo de comisiones, el número de miembros de las comisiones, el flujo de información entre las comisiones, el liderazgo del consejo y la composición de los miembros de las comisiones (Zahra y Pearce, 1989; Maassen, 1999). La idea que subyace detrás de estas comisiones delegadas es la especialización de sus miembros en diversas tareas específicas (Kesner, 1988; Klein, 1996), aunque no hay que dejar a un lado que la creación de comisiones incrementa las necesidades de coordinación y supervisión del mismo (Kose y Lemma, 1998). Entre las diferentes comisiones que se puede encontrar en un consejo se encuentran (Zahra, 1990): la comisión ejecutiva -encargada de los aspectos clave de las reuniones fijadas regularmente-, la comisión de nombramientos -que identifica a los miembros potenciales del consejo-, la comisión de auditoría -que se encarga de las actividades necesarias para asegurar la integridad de las decisiones

directivas y de la solvencia financiera de la empresa-, la comisión de retribuciones -que decide la política de retribución de los miembros ejecutivos de la empresa-, la comisión de responsabilidad social -que ayuda a sintetizar las políticas sociales de la empresa- y la comisión de planificación estratégica -encargada de participar en la formulación de objetivos corporativos y de estrategias para su logro-. El creciente interés por la ampliación de las responsabilidades del consejo para que pueda participar más activamente en el proceso de dirección estratégica (Rosenstein, 1987) ha dado lugar a que se incluya en la lista de comisiones permanentes del consejo la comisión de estrategia (Harrison, 1987); de esta forma, esta comisión evalúa dicho proceso para hacerlo más eficiente y eficaz (Certo y Peter, 1996).

Por tanto, un incremento del número de comisiones indica un incremento de aspectos delegados por el consejo (Vafeas, 1999). En España, el establecimiento de comisiones especializadas del consejo es aún una práctica poco extendida entre las empresas cotizadas españolas, siendo incluso menos habitual entre las no cotizadas (Eguidazu, 1999).

Entre las variables relacionadas con la estructura del consejo, un aspecto de gran importancia es la coincidencia o no en una misma persona del cargo de presidente de este órgano y de máximo ejecutivo de la empresa (Shivdasani y Yermarck, 1999). La coincidencia del papel de director general y presidente ha sido criticada en la literatura (e.g., Jensen, 1993), debido a que esta situación da lugar a una concentración de poder en una misma persona que puede tomar decisiones en beneficio propio más que en el de la propiedad (Coles, McWilliams y Sen, 2001). Una empresa con un accionariado activo busca que el papel del director general y el del presidente del consejo estén separados, de forma que el director general no posea un control directo sobre los miembros del consejo (Vafeas, 1999); en esta línea se encuentran las recomendaciones de la mayoría de los informes, como el informe *Cadbury* (1992). El informe Olivencia (1998), al igual que el informe Aldama (2003), recomienda que, en el caso de que el consejo opte por la fórmula de acumulación en el presidente del cargo de primer ejecutivo de la sociedad, se adopten las cautelas necesarias para reducir los riesgos de la concentración de poder en una sola persona.

Y, por último, en cuarto lugar, tal y como señalan Vance (1983), Zahra y Pearce (1989) o Pettigrew (1992), el *proceso del consejo* hace referencia al enfoque que sigue este órgano de gobierno en la toma de decisiones. Concretamente se incluyen variables

como (Mueller, 1979, Vance, 1983): la frecuencia y duración de las reuniones, la forma de comunicación director general-consejo, el nivel de consenso entre consejeros ante problemas, la formalidad de los procedimientos del consejo y hasta qué punto el consejo se evalúa a sí mismo. Conger, Finegold y Lawler (1998) sugieren que la frecuencia de reuniones del consejo puede ser considerada como una medida de la eficacia en el desempeño de su tarea de control, y concluyen que los consejos que se reúnen con más frecuencia consiguen, en mayor medida, sus obligaciones de acuerdo con los intereses de los accionistas. Por su parte, Jensen (1993) sugiere que los consejos son relativamente inactivos y que éstos se ven forzados a mantener un alto control y a reunirse con mayor frecuencia cuando existen problemas.

La relación entre la propiedad y el consejo de administración

La literatura sobre gobierno de la empresa tradicionalmente ha estudiado estos mecanismos de control interno asumiendo una independencia entre los mismos (Rediker y Seth, 1995); sin embargo, autores como Beatty y Zajac (1994), Rediker y Seth (1995) o Sundaramurthy, Mahoney y Mahoney (1997) han querido recoger las relaciones existentes entre ellas. En este sentido, Coles *et al.* (2001) consideran que las empresas diseñan el conjunto de mecanismos de control que van a ser utilizados para alinear los intereses de la dirección con los de los propietarios de la empresa, buscando que los problemas de agencia que surgen con unos mecanismos puedan ser sustituidos o complementados por la utilización de otros.

En esta línea, el modelo planteado por Zahra y Pearce (1989) recoge la existencia de relaciones entre los factores o atributos dentro de un mismo mecanismo de control, como es el caso del consejo de administración. En primer lugar, consideran que la composición del consejo influye sobre las características del mismo, ya que si el número de consejeros externos aumenta, las características del consejo serán más transparentes debido a que los externos pueden mostrar mayor objetividad en sus deliberaciones. En segundo lugar, las características del consejo afectan a su estructura, ya que es probable que consejeros con diferente experiencia, formación e intereses sirvan en comisiones que reflejan y se benefician de estas características. Y, por último, la estructura define los procesos de actuación internos. Entre los autores que han analizado estas relaciones se encuentran, entre otros, Weibach (1988), Byrd y Hickman (1992), Brickley, Coles y Terry (1994) o Cotter, Shivdasani y Zenner (1997), los cuales documentan el papel de control de los externos. Por otra parte, autores

como Morck *et al.* (1988), Rediker y Seth (1995), Whidbee, (1997) o Coles *et al.* (2001) han analizado las interrelaciones que, además, se producen entre la propiedad y el consejo de administración, considerando un efecto sustitución entre los mismos como mecanismos de control interno, es decir, un alto control por parte de la propiedad implica un menor potencial de control por parte del consejo.

Tal y como recoge Reyes Recio (2000), mucho se ha estudiado sobre el efecto que la estructura de propiedad o la composición y características del consejo tienen en los resultados empresariales, aunque son pocos los trabajos que analizan ambos mecanismos en una sola investigación. Esta autora contrasta empíricamente la existencia de un efecto sustitución entre la estructura de propiedad y el consejo de administración -obteniendo que el control o presión de los accionistas significativos quita importancia a la labor del consejo-, y entre la composición del consejo y las características del mismo -obteniendo que el mayor control otorgado a los consejeros externos se confirma con la mayor frecuencia de reuniones y comisiones delegadas-. Sus resultados se encuentran en línea con los obtenidos por Rediker y Seth (1995), quienes ya recomendaban tener en cuenta, tanto en los modelos teóricos y empíricos, este efecto sustitución.

Ante este hecho, es necesario plantear como segundo objetivo de la presente investigación el siguiente:

Objetivo 2: Estudiar la relación entre los diferentes mecanismos de control interno de la organización.

Para dar respuesta a este objetivo y apoyándonos en los argumentos anteriores, se establecen dos hipótesis de trabajo que asocian la estructura de propiedad con los atributos del consejo de administración, así como la relación existente entre estos atributos.

Hipótesis 1: La estructura de propiedad de la organización determina la estructura de su consejo de administración.

Hipótesis 2: La composición y características del consejo determinan la estructura y funcionamiento del mismo.

1.1.7 Alta dirección

La primera responsabilidad estatutaria del equipo de gobierno de una organización es garantizar que ésta satisfaga los deseos y propósitos de los «propietarios». En el sector privado, esto supondría que la junta directiva trabajara en interés de los accionistas, mientras que en el sector público el cuerpo directivo sería responsable ante el brazo político del gobierno (Kay y Silberston, 1995). Profundizando un poco más en la figura e importancia de la dirección en las organizaciones, la mayor parte de los autores relevantes en este campo (e.g., Mintzberg, 1973, 1990, 1994, 1998; Stewart, 1976, 1982, 1991; Kotter, 1982ab) coinciden en destacar que, a pesar de no poderse señalar con precisión una fecha exacta para el comienzo de una reflexión seria acerca de cómo funcionan las organizaciones y cómo deberían ser estructuradas y dirigidas, sí existe coincidencia en que, cuando las organizaciones alcanzan un cierto tamaño y aumenta la complejidad de sus operaciones, necesitan ser dirigidas, y esta dirección requiere de todo un aparato de personas estratificadas en diversos niveles jerárquicos que se ocupan de asuntos diferentes. En este sentido, la dirección es entendida como el conjunto de actividades que es necesario desarrollar en el seno de una organización para asegurar el logro de sus objetivos, posibilitando la contribución a los mismos de todos sus integrantes. Sin dirección, las organizaciones jamás tendrían condiciones para existir y crecer. En línea con lo anterior, hay autores que consideran que la clave de la competitividad de las organizaciones -ampliamente entendida- está en la calidad de su dirección (e.g., Donnelly, Gibson e Ivancevich, 1997; Veciana, 1998); así mismo, estos autores estiman que tanto si se opera sobre la base de técnicas tradicionales como de nuevas, todas las actividades tienen en común la necesidad de ser dirigidas. Por ello, la presencia de buenos directivos, la competencia directiva, es la clave de una organización. Esta importancia manifiesta del papel del directivo en la sociedad ha sido reconocida desde comienzos de siglo, generando abundante literatura al respecto. La mayor parte de estos trabajos, sobre todo los integrados en la denominada «visión clásica», se han aproximado a la actividad directiva desde una óptica de procesos, es decir, categorizando la misma en actividades como planificación, organización, dirección o control (Hemphill, 1959; Tornow y Pinto, 1976).

Centrándonos en la alta dirección, objeto de la presente investigación, los escasos trabajos que han utilizado como unidad de análisis directivos de primer nivel (e.g., Prien, 1963; Wofford, 1971; Dowel y Wexley, 1978; Mumford, Fleishman, Levin,

Korotkin y Hein, 1988) señalan que la alta dirección realiza muchas actividades que tienen que ver con el diseño de objetivos y estrategias, la detección de oportunidades y amenazas, etc. En este sentido, el estudio del papel de la dirección ha sido evaluado desde múltiples perspectivas. Así, se han analizado, entre otros aspectos, la relación entre sus características (Waldman y Yammarion, 1999) y el tipo de liderazgo (Rowe, 2001), la estructura organizativa (Hambrick y Mason, 1984), la estrategia de diversificación (Reed y Reed, 1989) y, sobre todo, el rendimiento de la empresa (Child, 1972; Mousa, 2000). De manera reciente, comienza a crecer el interés de los investigadores por el papel que juega el director general en el gobierno corporativo, y en concreto en el sistema de control interno, debido a la influencia que puede tener dicha figura en la eficacia del consejo de administración como mecanismo de gobierno. Este aspecto puede observarse en el hecho de que variables relacionadas con el poder de negociación del director general en la determinación de la composición del consejo empiezan a tomar una especial trascendencia entre los investigadores (Hermalin y Weisbach, 1998; Warther, 1998).

De acuerdo con Salas (2002), ante una eventual actuación de los directivos contraria a los intereses de la propiedad, esta última reacciona ofreciendo unas contrapartidas contractuales que atenúen en lo posible los efectos negativos para la eficiencia de la inevitable discrecionalidad de los directivos, especialmente al más alto nivel. Ante esta situación, las compensaciones directivas son un aspecto de singular importancia en el estudio de los mecanismos de control que se instrumentan (Chung y Pruitt, 1996). En este sentido, los sistemas de incentivos se pueden formalizar asignando a los directivos la propiedad de acciones⁵ o de opciones sobre acciones (Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; Loderer y Martin, 1997). El efecto que ejerce la propiedad directiva dentro de la estructura de propiedad de la empresa puede contribuir a la reducción del conflicto de intereses donde, a medida que disminuye la cuota de participación de la dirección en la propiedad de la empresa, ésta siente un menor estímulo para esforzarse en actividades creativas tales como la búsqueda de proyectos de inversión atractivos o la incorporación de nuevas tecnologías de producción (Jensen y Meckling, 1976). Con el fin de evitar estas situaciones, Jensen (1995) propone una modificación en el sistema de compensación de los directivos de la empresa vinculando las bonificaciones directamente a los aumentos del valor de las acciones.

⁵ Este mecanismo de control ya ha sido analizado al inicio del presente apartado como mecanismo de control relacionado con la estructura de propiedad.

Por otro lado, entre las compensaciones directivas que también se utilizan se encuentran aquellos contratos en los que la remuneración del agente depende del resultado de la empresa; dicha relación ha sido verificada por Murphy (1985), Coughlan y Schmidt (1985) y Benston (1985). Jensen y Murphy (1990) proponen que el control sobre la dirección debe guiarse en el sentido de que los directivos reciban ciertas gratificaciones como consecuencia de su actuación, por su empeño, asunción de riesgos o consecución del éxito. Este método de retribución variable a los directivos permite, entre otros efectos, premiar su esfuerzo (Alchian y Demsetz, 1972).

Otros incentivos para el directivo serían las ya conocidas ventajas como el poder, el prestigio y la visibilidad pública, pero, en primer lugar, a no ser que las recompensas de carácter no monetario sean función directa y positiva del valor de la empresa, no serán más eficaces que la retribución en efectivo para contribuir al desarrollo del objetivo accionarial; en segundo lugar, como las ventajas no monetarias tienden a ser una función de la posición o rango, es difícil modificarlas de un periodo a otro en función de los resultados logrados; y, finalmente, este tipo de recompensas suelen motivar a los directivos a tomar medidas que reducen la productividad y perjudican a los accionistas, tendiendo a absorber empresas y expandir su imperio aunque las absorciones reduzcan el patrimonio del accionista (Jensen y Murphy, 1990).

1.1.8. Relación entre gobierno corporativo y resultados empresariales

Dalton *et al.* (1998), en su revisión metaanálisis sobre la literatura en gobierno corporativo, encuentran poca evidencia que apoye una relación entre las variables de la estructura de gobierno y los resultados de la empresa. Muchos autores han estudiado esta relación, recogiendo Coles *et al.* (2001), en su revisión sobre la literatura empírica, las variables o mecanismos de control utilizados por los diferentes autores en sus análisis (véase cuadro 1.12).

Cuadro 1.12
Estudios sobre la relación entre el gobierno corporativo y los resultados

Fuente Coles, McWilliams y Sen (2001:31)

Estudios	Muestra	Estructura liderazgo	Estructura consejo	Compensación director general	Propiedad consejo	Propiedad director general	Antigüedad director general	Tamaño	Rentabilidad industria	Propiedad accionarial	Análisis univariante	Análisis multivariante	Resultados mercado	Resultados contables	Otros resultados financieros
Coles <i>et al.</i> , 2001	144	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Sundamurthy, Mahoney y Mahoney, 1997	261	✓	✓		✓					✓		✓	✓		
McWilliams & Sen, 1997	265	✓	✓		✓							✓	✓		
Baliga, Moyer y Rao, 1996	58	✓			✓				✓		✓		✓	✓	
Daily, 1995	70	✓	✓				✓	✓		✓		✓			✓
Rosenstein y Wyatt, 1995	170		✓		✓							✓	✓		
Boyd, 1994	193	✓	✓	✓				✓				✓		✓	
Brickley, Coles y Terry, 1994	247		✓									✓	✓		
Daily y Dalton, 1994a	50 en quiebra y 50 no	✓	✓					✓				✓		✓	✓
Daily y Dalton, 1994b	50 en quiebra y 50 no	✓	✓		✓			✓		✓		✓		✓	✓
Daily y Dalton, 1993	186	✓	✓					✓			✓		✓	✓	
Daily y Dalton, 1992	100	✓	✓								✓	✓		✓	

Estudios	Muestra	Estructura liderazgo	Estructura consejo	Compensación director general	Propiedad consejo	Propiedad director general	Antigüedad director general	Tamaño	Rentabilidad industria	Propiedad accionarial	Análisis univariante	Análisis multivariante	Resultados mercado	Resultados contables	Otros resultados financieros
Judge y Zeithaml, 1992	40 empresas 114 directivos		✓					✓	✓		✓	✓		✓	
Baysinger, Kosnick y Turk, 1991	176		✓					✓		✓		✓			✓
Pearce y Zahra, 1991	139		✓								✓			✓	✓
Rechner y Dalton, 1991	250	✓										✓	✓	✓	
Rosenstein y Wyatt, 1990	1251		✓					✓			✓	✓	✓		
Yermarck, 1990	452		✓	✓		✓	✓	✓				✓	✓	✓	✓
Schellinger, Wood y Tashakori, 1989	526		✓					✓			✓			✓	✓
Molz, 1988	50	✓	✓				✓				✓		✓	✓	
Morck, Shleifer y Vishny, 1988	371				✓			✓				✓	✓		✓
Weisbach, 1988	367		✓								✓	✓	✓		
Kesner, 1987	250		✓		✓				✓		✓		✓	✓	
Baysinger y Butler, 1985	266		✓					✓	✓			✓		✓	
Changanti, Mahajan y Sharma, 1985	42	✓	✓								✓				✓
Kesner y Dalton, 1985	96		✓					✓			✓		✓		

En el cuadro anterior se puede observar que las variables que han sido estudiadas con el objeto de conocer la relación gobierno corporativo-resultados pueden englobarse en variables relacionadas con la estructura de la propiedad, del consejo de administración y de la dirección. En línea con lo argumentado hasta el momento, nos planteamos como tercer objetivo de investigación el siguiente:

Objetivo 3: Estudiar la relación entre los mecanismos de control interno de la organización y los resultados de la misma.

A continuación se analizará la relación entre los diferentes elementos que integran los mecanismos de control interno, con sus correspondientes aspectos a tratar, y los resultados de la organización.

Estructura de propiedad

La literatura empírica ha utilizado la teoría de la agencia para estudiar la relación entre la estructura de propiedad y la rentabilidad económica (Oswald y Jahera, 1991; Li y Simerly, 1998; Gedajlovic y Shapiro, 1998). Los estudios relacionados con la estructura de propiedad corporativa han basado su análisis principalmente en la concentración de la propiedad (Demsetz y Lehn, 1985; Shleifer y Vishny, 1986; Leech y Leahy, 1991), en la identidad del propietario principal (Thomsen y Pederson, 2000) y en la participación accionarial de los gestores como mecanismos supervisores (Stulz, 1988; Morck *et al.*, 1988; McConnell y Servaes, 1990). Seguidamente se trata cada una de estas variables en su relación con los resultados corporativos, recurriendo a los trabajos de Galve y Salas (1992, 1993), Azofra, Rodríguez y Vallelado (1995) y Andrés, Azofra y Rodríguez (2000) para comentar los hallazgos empíricos para el caso español.

Numerosos son los autores que han investigado empíricamente la relación entre la *concentración de la propiedad* y los resultados de la empresa (*e.g.*, Demsetz y Lehn, 1985; Weibach, 1988; Kaplan y Reishus, 1990; McConnell y Servaes, 1990; Barnhart, Marr y Rosentein, 1994; Agramal y Knoeber, 1996; Morck *et al.*, 1988); sin embargo, los resultados encontrados no han sido uniformes (Fama y Jensen, 1983a; Morck *et al.*, 1988; Shleifer y Vishny, 1997). Autores como Shleifer y Vishny (1986), Hill y Snell (1989), Zeckhauser y Pound (1990), Butz (1991) o Burkart, Gromb y Panunzi (1997)

postulan que la presencia de grandes accionistas logra limitar la discrecionalidad de los directivos, traduciéndose en un efecto positivo sobre el valor a largo plazo de la empresa. Esta afirmación se fundamenta en la idea de que, a los accionistas dispersos controlar, a la dirección les ocasiona un importante esfuerzo de coordinación para obtener una parte mínima de los beneficios generados por tal esfuerzo, además de no lograr normalmente mucho éxito en ello. Si los accionistas poseen el 51 por ciento, la protección funciona, ya que pueden hacer cumplir sus derechos, pero si son accionistas minoritarios es más complicado y necesitan establecer alianzas con otros inversores para ejercer control sobre los directivos. Sin embargo, esta evidencia empírica no es concluyente, mostrando Leech y Leahy (1991) una relación significativa y negativa entre la concentración y el valor de la empresa y la rentabilidad, no revelándose un gasto excesivo discrecional en las empresas controladas por gerentes en comparación con las controladas por propietarios. Y, por otro lado, también se han producido diferentes relaciones según el país de origen de la empresa; por ejemplo, en el mercado español, Galve y Salas (1993, 1994) encuentran evidencias de la existencia de una influencia positiva de los grandes accionistas sobre el rendimiento empresarial; en el mercado británico, Mudambi y Nicosia (1998) encuentran que esta relación es negativa; mientras que en el mercado estadounidense, Demsetz y Lehn (1985) o Holderness y Sheehan (1988) no encuentran que exista una relación significativa entre estas variables, al igual que Prowse (1992) que, en una muestra de empresas japonesas, encuentra que la mayor concentración de la propiedad no está relacionada con una mayor ratio de rentabilidad contable.

En la estructura de propiedad, otra variable con potencial influencia sobre los resultados de la empresa es la *identidad del propietario* (Pedersen y Thomsen, 1997). En este sentido, Agrawal y Mandelker (1990) apoyan la hipótesis propuesta por Shleifer y Vishny (1986) en cuanto a que la existencia de grandes accionistas produce un mayor control de la dirección y una mejor rentabilidad, especialmente en los casos en los que la concentración de la propiedad se encuentra en manos de inversores institucionales. Pero esta evidencia empírica no es concluyente; por un lado, McConnell y Servaes (1990), Prowse (1990), Chaganti y Damanpour (1991) y Acker y Athanassakos (2001) muestran un efecto positivo del control ejercido por las instituciones, mientras que otros estudios como los de Franks, Mayer y Renneboog (1995), Franks y Mayer (1996) y Cronqvist y Nilsson (2000) no encuentran una relación significativa con el valor de la empresa. Por su parte, Rajan (1992), Hoski, Kashyap y Scharfstein (1993), Weinstein y Yafeh (1994) o Wiblin y Wood (1999)

señalan que la concentración institucional tiene efectos negativos, al obtener beneficios particulares y expropiar riqueza de otros inversores cuando ejercen tareas de control.

Cuando el accionista principal es una persona física o grupo familiar, la evidencia empírica también es ambigua. Así, Cronqvist y Nilsson (2000) obtienen que la presencia de este tipo de accionistas tiene efectos negativos sobre el valor de la empresa, mientras que Renneboog (2000) encuentra que la posesión de grandes paquetes de acciones por inversores individuales y familiares está relacionada con una mayor probabilidad de reestructuración del consejo y, por tanto, podría ser representativa de un control más eficaz. Por otro lado, Cable (1985) señala que existe, para el caso de empresas alemanas, una relación positiva entre la identidad del propietario y los resultados cuando la empresa cuenta con entidades financieras en su accionariado.

Por último, como mecanismo supervisor encontramos la *participación accionarial de los gestores* -consejeros y directivos- (McConnell y Servaes, 1990), aunque la evidencia empírica, en este sentido, tampoco es concluyente. Así, los resultados de Chaganti y Damanpur (1991) y Mehran (1995) apoyan la hipótesis de convergencia, mientras que otros como Weisbach (1988) parecen mostrar un posible efecto de atrincheramiento al observar que la probabilidad de dimisión de la dirección disminuye al aumentar la participación de los internos en el capital y su representación en el consejo. En este sentido, el modelo de Stulz (1988) sugiere la importancia del poder de voto de los internos en el mercado de control corporativo. Por una parte, un alto valor del poder de voto de los internos afecta negativamente al valor de la empresa, pues reduce la probabilidad de una OPA hostil, pero, por otra parte, incrementa la prima de adquisición si ésta efectivamente se produce. Consecuentemente, si la participación accionarial de los internos es elevada, las OPAs no ocurrirán, pero cuando dicha participación sea baja, incrementos en esta variable incrementarán las primas pagadas en las adquisiciones a los accionistas de la empresa adquirida u objetivo. Así pues, inicialmente domina el efecto convergencia de intereses mientras que, posteriormente, dominará, para elevados valores de la participación accionarial de los internos, el efecto atrincheramiento gerencial. En esta misma línea, Morck *et al.* (1988) obtienen una relación no lineal entre la participación accionarial de los internos

y la ratio q de Tobin⁶, aumentando el valor empresarial con una participación accionarial menor del 5 por ciento, disminuyendo entre el 5 y el 25 por ciento y creciendo levemente para participaciones superiores al 25 por ciento. El trabajo de McConnell y Servaes (1990) confirma esta relación no lineal utilizando una ecuación de tipo cuadrático, produciéndose un efecto negativo de la participación accionarial de los internos sobre el valor de la empresa en el intervalo entre el 5 y el 25 por ciento, siendo este efecto no significativo cuando la participación accionarial de los internos excede el 25 por ciento. Hermalin y Wiesbach (1991) observan una relación positiva de los resultados con la propiedad del consejo de administración para participaciones accionariales de los internos menores al 1 por ciento, que decrece entre el 1 y el 5 por ciento, vuelve a crecer entre el 5 y el 20 por ciento y, finalmente, para valores de la participación accionarial superiores al 20 por ciento la relación se vuelve no significativa. Esta relación también es detectada por Jarrell y Poulsen (1988), Mudambi y Nicosia (1998), Fernández *et al.* (1998), Ersoy-Bozcuk y Lasfer (2000), Grullon y Kanatas (2001) y Hillier y McColgan (2001), entre otros. Dichos resultados ponen de manifiesto el predominio de una u otra hipótesis para distintos rangos de participación.

Una vez debatida la importancia que se ha concedido en la literatura académica al estudio de la relación entre la estructura de propiedad y los resultados, podemos proponer la siguiente hipótesis de trabajo:

Hipótesis 3: Los resultados de la organización varían en función de los atributos de la estructura de propiedad que ésta adopte, es decir, dependiendo de la concentración, la identidad de los propietarios y la participación de los gestores.

Consejo de administración

Autores como Lorsch y MacIver (1989), Daily y Dalton (1994, 1995), Daily (1996) y Chatterjee y Harrison (2001) señalan que el consejo de administración toma especial relevancia en épocas de crisis organizativa más que en épocas de buena fortuna. Para Johnson *et al.* (1996), los estudios sobre el consejo de administración han estado

⁶ La ratio q es un concepto divulgado por los trabajos de Tobin (1969) y es definida como la diferencia entre el valor de mercado de la empresa y los activos a coste de reposición, donde el numerador incluye tanto los fondos propios como la deuda y el denominador incluye todos los activos valorados a coste de reposición y no a coste original. Distintos trabajos utilizan esta ratio como medida del valor de la empresa (*e.g.*, Morck *et al.*, 1988; McConnell y Servaes, 1990; Hermalin y Weisbach, 1991; Yermarck, 1996).

caracterizados por concentrarse mayoritariamente en grandes empresas americanas industriales a través de análisis multivariantes de datos secundarios, centrándose la mayor parte en analizar la influencia de la composición del consejo en la rentabilidad de la empresa, aunque con resultados poco significativos. Huse (2000), en su revisión de la literatura, encuentra que la mayor parte de los estudios se ha concentrado en analizar la influencia del tamaño del consejo (*e.g.*, Dalton *et al.*, 1999), la composición en cuanto a tipos de consejeros (*e.g.*, Dalton *et al.*, 1998) y la dualidad de poder del director general (Daily y Dalton, 1997; Dalton *et al.*, 1998) sobre los resultados de la empresa. Por otro lado, Zahra (1996) señala que más de la mitad de las investigaciones sobre consejos de administración han utilizado la teoría de la agencia como disciplina teórica. A continuación se trata cada uno de los factores o atributos del consejo de administración -composición, características, estructura y procesos- que han sido analizados en su relación con los resultados corporativos por autores como Baysinger y Butler (1985), Rechner y Dalton (1986), Boeker y Goodstein (1993), Daily y Dalton (1994) o Barnhart *et al.* (1994).

La investigación en el campo del gobierno corporativo ha prestado mucha atención a la *composición* del consejo y su impacto en los resultados empresariales, destacando como variables de estudio el número de consejeros y la ratio consejeros internos/externos (Gabrielsson y Winlund, 2000). Por tanto, la literatura sobre consejos de administración, básicamente empírica, hace descansar la eficacia de este órgano en su dimensión (Jensen, 1993; Yermarck, 1996; Eisenberg *et al.*, 1998) y en la composición e independencia del mismo (Baysinger y Butler, 1985; Weisbach, 1988; Hermalin y Weisbach, 1988, 1991; Rosenstein y Wyatt, 1990, 1997; Bhagat y Black, 2000). Los hallazgos aportados por los diferentes trabajos son dispares (Daily *et al.*, 1999), ya que mientras la mayor parte de los estudios parecen mostrar una relación negativa entre el tamaño del consejo y los resultados o el valor de la empresa (Kin, Kraxaw y Mian, 1995; Yermarck, 1996; Eisenberg *et al.*, 1998; Azofra, Andrés y López, 1999; Wiblin y Wood, 1999; Andrés *et al.*, 2000), otros encuentran una relación no lineal al observar que incrementos en el tamaño del consejo aumenta el valor de la empresa hasta un punto a partir del cual este efecto desaparece (Yermarck, 1996) o se vuelve negativo (Fernández *et al.*, 1998).

Por su parte, la evidencia empírica en cuanto a la naturaleza de los consejeros no es concluyente (Hermalin y Weisbach, 2001). Rosenstein y Wyatt (1990) señalan que el nombramiento de externos incrementa el valor en el mercado de la empresa; y otros

autores no evidencian relaciones significativas entre la proporción de externos en el consejo y medidas de rentabilidad o de valor de la empresa (MacAvoy, Cantor, Dana y Peck, 1983; Baysinger y Butler, 1985; Hermalin y Weisbach, 1991; Mehran, 1995; Klein, 1998; Bhagat y Black, 2000). En esta línea, Fernández *et al.* (1998) encuentran una relación positiva entre la presencia de externos y la q de Tobin, siendo esta relación no lineal en el trabajo de Barnhart *et al.* (1994), de tal forma que el resultado corporativo tiende a decrecer a partir de que los externos alcanzan aproximadamente dos tercios de los asientos. Sin embargo, Hermalin y Weisbach (1991), Vafeas y Theodorou (1998) y Azofra *et al.* (1999) no hallan una relación significativa entre las medidas de mercado y el porcentaje de externos; al igual que Klein (1998), quien no encuentra relación entre los resultados de la empresa y la composición del consejo medida por el número de internos, externos y afiliados.

Entre los autores que han analizado las *características* demográficas de los consejeros y los resultados de la empresa destacan Vance (1978), Pearce (1983) o Norburn (1986). Estos trabajos postulan que las diferentes habilidades y conocimientos de los consejeros conforman su *background* y su experiencia, y el uso que hagan de los mismos influye en los buenos resultados del consejo (Gabrielsson y Winlund, 2000) y, por ende, en los buenos resultados de la empresa. La investigación en el campo de la relación directa entre las características demográficas del consejo y la rentabilidad muestra resultados ambiguos (Johnson *et al.*, 1996). Por ejemplo, en cuanto a la antigüedad de los consejeros en el cargo, Hermalin y Weisbach (1991) afirman que una mayor permanencia de los consejeros en su cargo debería estar asociada a una mayor capacidad para maximizar el valor de la empresa; en este sentido, estos autores encuentran una relación positiva entre el periodo de permanencia de los miembros del consejo y el valor de la sociedad, mientras que Wiblin y Wood (1999) observan una relación negativa. En línea con los segundos, Vancil (1987) indica que una gran antigüedad puede ser representativa de un efecto atrincheramiento y, por tanto, tendría consecuencias negativas en el valor de la empresa.

En cuanto a la *estructura* del consejo y sus efectos sobre los resultados empresariales, muy poco se conoce sobre esta relación, siendo uno de los aspectos por los que el consejo de administración es evaluado en la actualidad (Huse, 2000). En este sentido, existen pocos estudios que examinen la estructura de trabajo o los procesos de toma de decisiones en el consejo (Gabrielsson y Winlund, 2000), a pesar de que autores como Zahra y Pearce (1989), Pearce y Zahra (1991), Pearce y Pettigrew (1992),

Jonnerärd y Svensson (1995), Huse (1998) o Forbes y Milliken (1999) señalan que debería ser un tema central en las investigaciones sobre gobierno corporativo.

Entre los aspectos de la estructura que han sido estudiados, un gran número de investigaciones han analizado la relación entre la estructura de liderazgo -dualidad de poder- y los resultados (e.g., Berg y Smith, 1978; Rechner y Dalton, 1989; Rechner y Dalton, 1991; Baliga, Moyer y Rao, 1996), produciéndose resultados contradictorios. Rechner y Dalton (1991) examinan la relación entre la estructura dual y los resultados de la empresa, encontrando que las empresas donde la figura del director general y el presidente del consejo son independientes obtienen altas ROE, ROI y beneficios marginales, pero en su análisis no tienen en cuenta el efecto del sector. Por otro lado, Rechner y Dalton (1989) examinan los efectos de la dualidad de poder en el riesgo ajustado de la inversión del accionista utilizando el valor de mercado, no hallando diferencias significativas. Por su parte, ante estos resultados Donaldson y Davis (1991) analizan los efectos de la dualidad de poder en los ingresos del accionista teniendo en cuenta las características del sector, obteniendo como resultado que la ROE de la empresa es superior ante una estructura dual. En contraste, Baliga, Moyer y Rao (1996) encuentran poca evidencia que explique la diferencia de resultados entre empresas con estructura de liderazgo separada y combinada.

El efecto de la creación de comisiones delegadas del consejo es otra variable que ha sido estudiada en el campo del gobierno corporativo (Gabrielsson y Winlund, 2000), mostrando que los consejeros deben involucrarse en los objetivos de la empresa a través de la participación en diferentes comisiones (Demb y Neubauer, 1992). Entre los trabajos existentes que analizan las comisiones delegadas y su efecto en los resultados se encuentra Klein (1996), quien evalúa el efecto de la estructura de las comisiones del consejo y el papel de los consejeros dentro de estas comisiones en la eficiencia de dicho órgano de gobierno, proponiendo una estructura por comisiones donde exista una especialización en el trabajo que refuerce la productividad y el control por parte de los consejeros. Esta autora considera que las comisiones facilitan, evalúan y aprueban las decisiones de inversión a largo plazo, controlando los resultados del director general; además, las comisiones orientadas a la productividad son aquellas formadas principalmente por consejeros internos, mientras que las comisiones orientadas al control están compuestas principalmente por consejeros externos. Klein (1998) encuentra una relación positiva entre el porcentaje de internos

en las comisiones de financiación e inversión y los resultados corporativos medidos a través del comportamiento contable y de mercado.

La importancia de los *procesos* en la forma de tomar las decisiones por parte del consejo ha sido considerada por muchos autores, como por ejemplo Mace (1971), Mintzberg (1983), Pettigrew (1992), Huse y Eide (1996), Huse (1998), Forbes y Milliken (1999), pero la tradición empírica de observar este proceso es muy limitada (Huse, 2000). Para Zahra y Pearce (1989) o Lorsch (1995), el buen funcionamiento del consejo puede tener un efecto positivo en los resultados de la empresa. La actitud de los consejeros en las reuniones del consejo predice los resultados del mismo y, además de formar parte de comisiones para involucrarse con los objetivos empresariales y estratégicos, deben estar preparados antes de las reuniones sobre los temas a tratar (Demb y Neubauer, 1992) -aspecto que ha sido raramente estudiado (Gabrielsson y Winlund, 2000). En esta línea, Pettigrew (1992) señala la importancia del estudio del comportamiento del consejo de administración de manera que se conozca no sólo cómo es sino también qué es lo que hace.

Un aspecto importante en el funcionamiento del consejo son las normas o reglas con las que trabaja eficientemente, sosteniéndose que un cierto grado de estructura formal en el funcionamiento es positivo para la comunicación e información dentro del grupo de consejeros (Smith, Olian, Sims, O'Bannon y Scully, 1994). Para Zahra y Pearce (1989) o Demb y Neubauer (1992), la formalidad del proceso de toma de decisiones puede incluir las rutinas organizativas -las cuales están relacionadas con la agenda del consejo, las reglas o procedimientos de las reuniones, la división del trabajo o los protocolos, aspectos que son el mejor antídoto ante la manipulación de datos por parte de los consejeros-, la frecuencia y duración de las reuniones y una evaluación formal de la actividad del consejo.

En cuanto a la frecuencia de las reuniones, la relación entre las mismas y el valor de la empresa no está clara debido a los siguientes aspectos (Vafeas, 1999): (a) el coste que ocasionan estas reuniones -relacionado con el tiempo que utiliza la dirección, los gastos de viaje y las dietas pagadas a los consejeros-, y, (b) los beneficios -en función del tiempo que destinan los consejeros al conjunto de estrategias y a controlar a la dirección-. Por tanto, el consejo tendrá que buscar la celebración de un número de reuniones eficiente, hallando Vafeas (1999) que la frecuencia de las reuniones del consejo está inversamente relacionada con el valor de la empresa. Por otro lado, en lo

que se refiere a la autoevaluación del consejo, la evidencia empírica muestra que este aspecto no es una práctica común entre los consejeros y que los procesos de evaluación del consejo como un todo son mucho más ambiguos que la evaluación individual de cada uno de los consejeros (Demb y Neubauer, 1992; O'Neal y Thomas, 1996).

Con lo argumentado hasta el momento, tanto desde un punto de vista teórico como empírico se ha argumentado que existe relación entre los elementos que integran el consejo de administración y los resultados de la empresa. En consecuencia, proponemos la siguiente hipótesis general de investigación:

Hipótesis 4: Los resultados de la organización varían en función de los atributos del consejo de administración, es decir, dependiendo de su composición, características, estructura y procesos.

La alta dirección

Como ya se ha comentado, existe un conjunto de autores que tratan de estudiar el papel del director general en el gobierno corporativo y, en concreto, en el sistema de control interno (Hermalin y Weisbach, 1998), debido a que la alta dirección tiene una fuerte influencia en la rentabilidad de la empresa (Finkelstein y Hambrick, 1996). En este sentido, se han estudiado los efectos de la estructura de liderazgo -es decir, la dualidad de poder- y la participación accionarial de la dirección sobre los resultados, así como la retribución del directivo. La relación entre las dos primeras y los resultados de la empresa ya ha sido analizada en el presente apartado. Por una parte, la participación accionarial de la dirección como mecanismo de control ha sido analizada cuando se ha estudiado la estructura de propiedad de la organización, mientras que la estructura de liderazgo lo ha sido cuando se han analizado las diferentes variables de control del consejo de administración. Por tanto, estos mecanismos no serán tratados en el presente epígrafe.

Por su parte, el interés por el estudio de la retribución de los directivos radica en conocer hasta qué punto es de esperar una asociación estrecha entre las variaciones en la riqueza de los directivos y la variación en la riqueza de los accionistas, pues si ésta es alta, entonces puede hablarse de alineación de intereses y uso eficiente de la

discrecionalidad directiva. Ortín (1996) y Ortín y Salas (1997) analizan con mayor detalle la relación entre la retribución de los directivos y los resultados de la empresa -ventas-, obteniendo una relación positiva y significativa. Por su parte, Coles *et al.* (2001) analizan los resultados de la empresa en función del tipo de retribución -fija o variable-, no encontrando resultados significativos.

En una última corriente de estudio se ha introducido el análisis de las variables demográficas y profesionales -tal como la experiencia laboral, la edad, la antigüedad en el puesto o el nivel de estudios- (Wiersema y Bantel, 1992). En la literatura en dirección estratégica y en organización se ha utilizado el modelo *upper echelons* de Hambrick y Mason (1984) para analizar las características de la alta dirección como una variable *proxy* de los resultados de la empresa (Norburn y Birley, 1988; Murray, 1989; Priem, 1990; Michel y Hambrick, 1992; Halebian y Finkelstein, 1993; Smith *et al.*, 1994; West y Schwenk, 1996; Keck, 1997). En este sentido, la edad de un directivo está asociada con el crecimiento corporativo y con la volatilidad en las ventas y en las ganancias (Hart y Mellons, 1970; Child, 1974). Esto es debido, en primer lugar, a que la edad reduce el vigor físico y mental, por lo que los directivos con más edad pueden tener menos habilidad para integrar información en la toma de decisiones; en segundo lugar, los directivos más maduros mantienen un mayor compromiso con el *statu quo* organizativo; y, en tercer lugar, los directivos con mayor edad tienden a evitar cualquier acción que pueda hacer peligrar su seguridad financiera y profesional (Hambrick y Mason, 1984). En cuanto a la antigüedad en el puesto, en la empresa o en el sector, Miller (1991) considera la existencia de una relación curvilínea entre la antigüedad en la empresa y los resultados, observando una relación positiva hasta un punto a partir del cual éstos disminuyen. El autor señala que esto puede ser debido a la rigidez y al menor compromiso por parte de la dirección para adaptarse a los cambios acaecidos en el entorno con el devenir de los años.

Por otra parte, el nivel de estudios, considerado por Wiersema y Bantel (1992), puede reflejar sus capacidades cognitivas que, en cierta medida, indican su base cognoscitiva y de habilidades, lo que se traduce en un mayor crecimiento y resultado empresarial (Hambrick y Mason, 1984). Y por último, la experiencia profesional de la dirección se encuentra relacionada positivamente con la rentabilidad (Cooper, Gimeno-Gascon y Woo, 1994), ya que los directivos que han estado toda la vida en la misma empresa tienen unos conocimientos muy limitados, siendo de gran importancia no sólo