



**UNIVERSIDAD DE BURGOS**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**

**PROGRAMA DE DOCTORADO**  
**“NUEVAS TENDENCIAS**  
**EN DIRECCIÓN DE EMPRESAS”**

**DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA Y**  
**ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**

---

**La interacción entre los mecanismos externos e internos  
de gobierno corporativo como factor explicativo  
de las diferencias en la creación de valor de las empresas.**

**Análisis institucional comparado en la Unión Europea.**

---

**DIRECTOR**

**Dr. D. LUIS ÁNGEL CASTRILLO LARA**

**DOCTORANDA**

**M<sup>a</sup> SONIA MARCOS NAVEIRA**

**BURGOS, 2016**



***A Juanma***



La finalización de un duro trabajo como es una tesis doctoral, hace inevitable que se mire hacia atrás en el tiempo, tratando de recordar los pasos que se han dado, las dificultades encontradas, los momentos buenos y también los malos. En todas esas etapas nunca me he sentido sola y creo que es necesario agradecer a todas las personas que, de una manera u otra, han contribuido a que este trabajo viera la luz.

En primer lugar, quiero mostrar mi más sincero agradecimiento a mi director de tesis el Dr. Luis Ángel Castrillo Lara, por enseñarme y apoyarme en todo lo que hago. Los años que llevo trabajando con él me han demostrado que es, no solo un gran maestro, sino también un gran amigo, con quien espero seguir trabajando y disfrutando de la investigación y de la vida.

A mis compañeros del Departamento de Economía y Administración de Empresas de la Universidad de Burgos, por su apoyo constante y su interés por mi trabajo. En particular, a mis compañeros del Área de Organización de Empresas, Juan, Esther y Virginia, siempre dispuestos a echar una mano.

En especial, quiero agradecer el apoyo de mi familia, mis padres, hermanos y sobrinos, y de mis amigos, los de toda la vida, por animarme en todo momento y darme ese empujón que a veces me faltaba. El tiempo que les he dedicado ha sido, sin duda, el mejor invertido.

Y, por último, quiero agradecer la amistad y el apoyo que me brindó el Dr. Juan Manuel de la Fuente Sabaté. Echo de menos sus chistes, sus consejos y también sus regañinas. Siento de corazón que no pudiera ver este trabajo terminado.

A todos ellos, gracias.



**ÍNDICE**





<b><u>INTRODUCCIÓN</u></b>	<b>XV</b>
<b><u>CAPÍTULO 1: EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LA EVOLUCIÓN DEL MODELO DE EMPRESA</u></b>	<b>1</b>
<b>1.1 INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>3</b>
<b>1.2 LA SEPARACIÓN ENTRE LA PROPIEDAD Y EL CONTROL: EL ORIGEN DEL PROBLEMA DEL GOBIERNO DE LA EMPRESA.....</b>	<b>7</b>
<b>1.3 EVOLUCIÓN DEL MODELO DE EMPRESA Y EL GOBIERNO CORPORATIVO.....</b>	<b>9</b>
1.3.1 Del modelo neoclásico al modelo financiero de empresa: el gobierno de la empresa y la creación de valor para el accionista.....	10
Limitaciones del modelo financiero de empresa.....	12
1.3.2 Hacia un modelo de empresa como asociación de partícipes: el gobierno corporativo y la creación de valor para todos los <i>stakeholders</i> .....	15
Los grupos de interés en la empresa.....	16
	<b>IX</b>

El modelo estratégico-social de empresa.....	19
<b>1.4 LOS MECANISMOS DE GOBIERNO CORPORATIVO.....</b>	<b>20</b>
1.4.1 Los mecanismos internos de gobierno.....	22
1.4.1.1 El consejo de administración.....	23
El tamaño del consejo de administración.....	24
La composición del consejo.....	25
La dualidad de poderes.....	28
Las comisiones delegadas.....	29
La participación accionarial de los internos: directivos y consejeros.....	30
La remuneración no vinculante.....	31
Reuniones sin presencia de consejeros ejecutivos.....	32
1.4.1.2 La junta general de accionistas y la estructura de propiedad.....	32
La estructura de propiedad de la empresa.....	34
La naturaleza del accionista.....	36
1.4.1.3 Los sistemas de remuneración basados en incentivos.....	39
1.4.2 Los mecanismos externos de gobierno corporativo.....	40
1.4.2.1 El mercado de capitales y el mercado de control societario.....	41
1.4.2.2 El mercado de trabajo de directivos.....	44
1.4.2.3 El mercado de productos.....	45
1.4.2.4 El control de los acreedores.....	46
1.4.2.5 La auditoría externa independiente.....	48
<b>1.5 LA REGULACIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO.....</b>	<b>50</b>
<b><u>CAPÍTULO 2: EL MARCO INSTITUCIONAL Y EL GOBIERNO CORPORATIVO INTERNACIONAL</u></b>	<b>53</b>
<b>2.1 EL MARCO INSTITUCIONAL: EL PUNTO DE PARTIDA EN EL DISEÑO DE LOS MECANISMOS DE GOBIERNO CORPORATIVO.....</b>	<b>55</b>
2.1.1 El sistema legal: la protección legal del inversor.....	57

---

2.1.2 El sistema político.....	59
2.1.3 Los intereses sociales.....	61
<b>2.2 LOS MODELOS INTERNACIONALES DE GOBIERNO CORPORATIVO.....</b>	<b>63</b>
2.2.1 La importancia de los mercados.....	65
2.2.2 La concentración de la propiedad.....	67
2.2.3 Participaciones accionariales cruzadas y relaciones con la banca: la inversión relacional.....	69
2.2.4. Los inversores institucionales.....	71
2.2.5 El consejo de administración.....	72
<b>2.3 MARCOS INSTITUCIONALES, MODELOS DE GOBIERNO Y MODELOS DE EMPRESA.....</b>	<b>75</b>
<b>2.4 EL DESARROLLO DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN LA UNIÓN EUROPEA: LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO.....</b>	<b>79</b>
2.4.1 El proceso de codificación del gobierno corporativo.....	82
2.4.2 Similitudes y diferencias.....	85
2.4.3 Un código para todos.....	87
<b>2.5 LA CONVERGENCIA DE LOS SISTEMAS DE GOBIERNO CORPORATIVO.....</b>	<b>89</b>
<b>2.6 A MODO DE RESUMEN.....</b>	<b>93</b>
<b><u>CAPÍTULO 3: LA INTERACCIÓN ENTRE LOS MECANISMOS DE GOBIERNO</u></b>	<b>95</b>
<b>3.1 INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>97</b>
<b>3.2 LA COMPLEMENTARIEDAD DE LOS MECANISMOS DE GOBIERNO CORPORATIVO: EL EFECTO SUSTITUCIÓN.....</b>	<b>99</b>
3.2.1 El efecto sustitución entre mecanismos internos y externos.....	99
3.2.2 El efecto sustitución y la complementariedad entre mecanismos internos.....	101
<b>3.3 EVIDENCIAS CONTRADICTORIAS EN EL ESTUDIO DE LA RELACIÓN ENTRE LOS MECANISMOS DE GOBIERNO Y EL RESULTADO DE LA EMPRESA.....</b>	<b>105</b>
<b>3.4 ENDOGENEIDAD ENTRE LOS MECANISMOS DE GOBIERNO CORPORATIVO Y EL RESULTADO DE LA EMPRESA: LA HIPÓTESIS DEL EQUILIBRIO.....</b>	<b>108</b>

<b>3.5 LOS ÍNDICES DE GOBIERNO CORPORATIVO: UNA MEDIDA DE LA CALIDAD CONJUNTA DEL GOBIERNO CORPORATIVO INTERNO.....</b>	<b>113</b>
<b>3.6 LA INFLUENCIA DEL MARCO INSTITUCIONAL.....</b>	<b>117</b>
<b><u>CAPÍTULO 4: DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA</u></b>	<b>121</b>
<b>4.1 INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>123</b>
<b>4.2 HIPÓTESIS.....</b>	<b>124</b>
4.2.1 Hipótesis de la influencia del marco institucional.....	125
4.2.2 Hipótesis de estricta exogeneidad entre las variables.....	127
4.2.3 Hipótesis de endogeneidad dinámica del modelo de gobierno corporativo.....	129
4.2.4 Hipótesis del equilibrio en el gobierno de la empresa.....	130
<b>4.3 MUESTRA.....</b>	<b>133</b>
<b>4.4 VARIABLES Y FUENTES DE INFORMACIÓN.....</b>	<b>135</b>
4.4.1 Variable dependiente: Creación de valor.....	135
4.4.2 Variables independientes.....	136
Variables de la estructura de gobierno corporativo.....	136
Variables de la estructura de propiedad.....	138
Características de la empresa.....	139
Variables del marco institucional.....	139
<b>4.5 PLAN DE TRABAJO.....</b>	<b>141</b>
<b>4.6 METODOLOGÍA.....</b>	<b>143</b>
<b><u>CAPÍTULO 5: RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA</u></b>	<b>145</b>
<b>5.1 INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>147</b>
<b>5.2 ANÁLISIS DESCRIPTIVO.....</b>	<b>148</b>
<b>5.3 ANÁLISIS EXPLICATIVO DEL MODELO Y CONTRASTE DE HIPÓTESIS.....</b>	<b>152</b>
5.3.1 Establecimiento del número de retardos de la variable dependiente para el modelo dinámico.....	153

---

5.3.2 Test de estricta exogeneidad.....	154
5.3.3 Relación dinámica entre la estructura de gobierno, la estructura de propiedad y las características de la empresa con el resultado.....	162
5.3.3.1 Resultados de la relación dinámica para la variable dependiente <i>Resultado MTB</i> .....	164
5.3.3.2 Resultados de la relación dinámica para la variable dependiente <i>Resultado ROA</i> .....	167
<b>5.4 UNA REFLEXIÓN FINAL.....</b>	<b>169</b>
<b><u>CONCLUSIONES</u></b> .....	<b>173</b>
<b><u>BIBLIOGRAFÍA</u></b> .....	<b>187</b>
<b><u>ANEXO</u></b> .....	<b>215</b>



## **INTRODUCCIÓN**





La preocupación por el gobierno de la empresa ha ocupado un lugar destacado en la investigación teórica y empírica de las últimas décadas, así como en la agenda de reguladores y asociaciones de profesionales. El estudio de la problemática derivada de la separación entre la propiedad y el control de las grandes corporaciones y la consecución del objetivo integrador de crear valor de manera sostenible a lo largo del tiempo, ha llevado al desarrollo de diferentes medidas que permitan controlar e incentivar el comportamiento diligente de los directivos, así como mitigar los diferentes conflictos contractuales que puedan surgir en la empresa.

En un primer momento, el gobierno corporativo, orientado a la maximización del valor para el accionista, buscaba paliar los problemas de incertidumbre e información asimétrica que generaba una estructura de propiedad dispersa en las empresas norteamericanas y que otorgaba un alto margen de discrecionalidad a los directivos

encargados de su gestión (Berle y Means, 1932). Los mecanismos de gobierno, tanto internos como externos, trataban de alinear los intereses de los directivos con el de los accionistas y el análisis del efecto de dichas medidas en el resultado de la empresa comenzó a arrojar conclusiones sobre cuáles eran las prácticas que mejor garantizaban la creación de valor para el accionista. Comienza a partir de entonces, una oleada de trabajos que analizan el efecto de cada uno de los distintos mecanismos en la discrecionalidad directiva y cómo los mercados, por una parte, y la correcta elección de los mecanismos al alcance de las organizaciones, por otra, pueden afectar al resultado de la empresa.

La evolución a un modelo de empresa basado en la participación de grupos de interés diferentes a accionistas y directivos, o enfoque *stakeholders*, que colaboran entre sí en la creación de valor y que también deben ser tenidos en cuenta a la hora de su reparto, cambia la concepción de los objetivos buscados con el gobierno de la empresa, ya que las diferencias existentes en los intereses de los distintos grupos da lugar a conflictos de agencia más amplios que el planteado entre propiedad y control. El sistema de gobierno corporativo debe centrarse en el diseño de una serie de mecanismos que salvaguarden las relaciones contractuales entre grupos de individuos y que establezcan las formas de cooperación entre ellos y el reparto del valor creado (Fama, 1980; Freeman y Evan, 1990).

El avance en las investigaciones ha dado lugar a la existencia de contradicciones en los resultados obtenidos, de tal forma que no se puede afirmar que un determinado uso de los mecanismos de gobierno sea el más apropiado, cual receta milagrosa, para todas las empresas.

Son dos los factores que han permitido profundizar en el análisis de los sistemas de gobierno corporativo en los últimos años. Por una parte, el desarrollo del enfoque *Law and Finance* que reconoce la importancia del sistema legal en el desarrollo del gobierno corporativo (La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer y Vishny, 1997, 1998, 2000a, 2000b; Shleifer y Vishny, 1997a; La Porta, Lopez de Silanes y Shleifer, 1999; Djankov, La Porta, Lopez de Silanes y Shleifer, 2008), y la asunción de la existencia de endogeneidad, más allá de la mera complementariedad o sustitución, entre los

mecanismos de gobierno y con el resultado (Knoeber, 1986; Rediker y Seth, 1995; Agrawal y Knoeber, 1996; Demsetz y Villalonga, 2001; Bhagat y Black, 2002; Hermalin y Weisbach, 2003; Wintoki, Linck y Netter, 2012; Roberts y Whited, 2013).

Este trabajo de investigación se centra en la importancia de estos dos factores, el marco institucional donde la empresa desarrolla su actividad y la existencia de endogeneidad en los sistemas de gobierno corporativo, como premisas a tener en cuenta en el análisis de la relación entre las estructuras de gobierno corporativo y propiedad con el resultado de la empresa. El objetivo último es poner de manifiesto el ajuste que se da entre estas variables, de tal manera que, partiendo de regulaciones y marcos institucionales diferentes, cada empresa configura su propio sistema de gobierno en función de sus características, pasadas y actuales, dando lugar a una situación de equilibrio donde ninguna variable presiona o condiciona de manera unilateral al resto (Hermalin y Weisbach, 2003). La hipótesis de equilibrio que constituye el núcleo de esta tesis doctoral puede expresarse, de forma sumaria, de la siguiente manera: “La estructura de gobierno, la estructura de propiedad, las características empresariales y el resultado de la empresa se ajustan entre sí, condicionados por el marco institucional, dando lugar a un equilibrio entre ellos”.

La consecución de este objetivo exige el análisis de la literatura previa, con el fin de reflexionar sobre el marco teórico más adecuado, y el diseño de un modelo empírico que contemple la relación endógena entre las variables de gobierno y el resultado, para posteriormente proceder a su contrastación.

Para lograrlo, este trabajo de investigación se ha estructurado en cinco capítulos. El primero de ellos plantea el marco teórico que sirve de hilo conductor a la investigación, los conflictos derivados de la separación entre la propiedad y el control en la empresa, las relaciones contractuales planteadas por la Teoría de la Agencia y la utilización de los mecanismos de gobierno corporativo como salvaguarda de los intereses de los accionistas, en un primer momento, y de todos los grupos de interés, una vez analizada la evolución del modelo de empresa según el enfoque *stakeholders*. Una vez planteado el problema de la discrecionalidad directiva y la posible expropiación de cuasi-rentas al resto de participantes, se analizan de manera

detallada los mecanismos internos y externos de gobierno corporativo que pueden servir para controlarla. Los mecanismos externos se basan en el control ejercido por factores ajenos a la empresa sobre la actuación de la dirección (Guerras y Navas, 2015). Los mercados en los que la empresa desempeña su actividad, entre los que se encuentran el mercado de capitales, el mercado de control corporativo, el mercado de trabajo de directivos y el mercado de bienes y servicios, sirven como mecanismos de control del comportamiento de la gerencia, penalizando aquellas actuaciones que se alejen de los intereses de los accionistas, así como del resto de *stakeholders*. Por otra parte, los mecanismos internos, los cuales suponen la adopción de decisiones internas por parte de la organización, tratan de disciplinar e incentivar a la dirección para que actúe diligentemente en el cumplimiento del objetivo de crear valor de manera sostenible. Este capítulo termina con una reflexión sobre el papel que juega el Estado en la iniciativa reguladora sobre gobierno de la empresa, dada, en ocasiones, la existencia de fallos o ineficiencias en los mercados que impiden que la actividad de las empresas se encamine a la consecución del bienestar del conjunto de *stakeholders*. La intervención del Estado en el gobierno de la empresa se dirige a establecer los principios que deben regir el buen gobierno corporativo y que deben ser adoptados por las empresas a la hora de diseñar sus sistemas de gobierno.

El segundo capítulo tiene por finalidad analizar la influencia del marco institucional en el gobierno de la empresa, ya que el predominio de unos mecanismos de supervisión frente a otros, bien sean de carácter interno o externo, estará fuertemente influenciado por el marco institucional del entorno en el cual se desarrollan, incluyendo aquí el sistema legal, el sistema político y los intereses sociales. El análisis del marco institucional en gobierno corporativo se apoya en gran medida en el enfoque *Law and Finance* de La Porta et al. (1997, 1998, 2000a, 2000b) y el análisis de la protección legal del inversor en los distintos países, ya que se considera el punto de partida del posterior diseño de los sistemas de gobierno. Este análisis permite distinguir entre diferentes modelos de gobierno corporativo a nivel internacional, en función de la corriente legal adoptada en cada país y del desarrollo que tengan los mecanismos de salvaguardia, siendo los dos principales el modelo anglosajón y el modelo de Europa continental. El modelo anglosajón se caracteriza por ofrecer una

mayor protección hacia los inversores, tener un mercado de capitales muy líquido y muy activo en relación con las operaciones de toma de control, donde existe un alto grado de separación entre la propiedad de las empresas y el control, siendo la propiedad difusa y el consejo de administración mayormente independiente. Por otra parte, el modelo continental presenta un mercado de capitales con baja liquidez y poco activo en tomas de control, las empresas tienen la propiedad concentrada, con presencia de familias, empresas y bancos en el accionariado, y la protección legal al inversor es menor que en el entorno anglosajón (Salas, 2002). Los distintos patrones de gobierno ofrecen diferentes combinaciones de mecanismos, en función de las necesidades a las que se enfrentan las empresas en cada marco institucional. Una vez planteadas las diferencias internacionales en gobierno corporativo, se hace necesario revisar el proceso de incorporación de las recomendaciones sobre mejores prácticas a la legislación de los países de la Unión Europea, a través de los códigos de buen gobierno, ya que el marco legal que rodea a las empresas condiciona en gran medida su actividad.

El capítulo tres profundiza en la literatura previa sobre interacción y endogeneidad en gobierno de la empresa, analizando la sustitución y complementariedad entre mecanismos de control e incentivos, y su efecto sobre el resultado. Las primeras referencias reflejan la existencia o no de correlación entre variables de gobierno o entre algún mecanismo y el resultado, de tal forma que se concluía que el mayor uso de un determinado mecanismo daba lugar a mejoras en el resultado. Sin embargo, muchos de los resultados planteados evidencian conclusiones contradictorias, ya que no tienen en cuenta aspectos como la endogeneidad entre las variables o la influencia del marco institucional. El ajuste entre los diferentes mecanismos de gobierno corporativo, el entorno y el resultado, tanto contemporáneo como de ejercicios pasados, pone de manifiesto la no existencia de un sistema de gobierno óptimo para todas las empresas, sino que cada organización, en función de sus características propias, su entorno y los mecanismos articulados para resolver sus particulares problemas de agencia, llegará a una situación de equilibrio en su sistema gobierno corporativo (Hermalin y Weisbach, 2003; Wintoki et al., 2012).

La investigación empírica de este trabajo se recoge en los capítulos cuatro y cinco. El capítulo cuatro presenta el diseño de dicha investigación, comenzando por el planteamiento de las hipótesis que serán objeto de contrastación y que se estructuran en cuatro bloques, correspondientes a la influencia del marco institucional en el gobierno de la empresa, la estricta exogeneidad entre mecanismos de gobierno y resultado, endogeneidad dinámica de los sistemas de gobierno corporativo y, por último, hipótesis del equilibrio en el gobierno de la empresa. Seguidamente se plantea el modelo dinámico que permitirá contrastar las hipótesis planteadas, explicando la selección de la muestra y de las variables utilizadas, para terminar con la exposición del plan de trabajo y la metodología utilizada para abordar el objetivo de la investigación.

El análisis empírico se cierra en el capítulo cinco con la presentación de los resultados de las estimaciones. El análisis descriptivo permitirá evidenciar las diferencias existentes entre la creación de valor y los sistemas de gobierno corporativo de los países analizados. A continuación se comprobará la ausencia de estricta exogeneidad entre las variables del modelo y el resultado de la empresa. Finalmente, se estimará el modelo dinámico que relaciona de manera conjunta el gobierno de la empresa, la estructura de propiedad, las características de la empresa y el marco institucional con el resultado, a fin de contrastar que los mecanismos de gobierno corporativo interaccionan y se ajustan entre sí, con la empresa y con el entorno, dando lugar a sistemas de gobierno corporativo en equilibrio.

**CAPÍTULO 1**

**EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LA  
EVOLUCIÓN DEL MODELO DE MPRESA**





## **1.1 INTRODUCCIÓN**

El último cuarto del siglo XX se ha caracterizado por ser una etapa de continuas reformas en el ámbito del gobierno de las empresas, cuya finalidad ha sido poner en marcha una serie de mecanismos que garanticen a todos sus participantes, tanto internos como externos, la máxima transparencia, es decir, información, sobre cómo se lleva a cabo la gestión de estas empresas. Este movimiento de reforma ha sido acompañado de la proliferación, por una parte, de numerosa literatura académica, tanto teórica como empírica, que ha tratado de modelizar y contrastar los efectos producidos por la aplicación de estos mecanismos en el resultado de las organizaciones, y, por otra, de un gran número de textos regulatorios sobre cómo deben ser las prácticas de gobierno corporativo en las empresas en los distintos países y marcos institucionales.

El gran debate sobre la eficacia de la normativa existente sobre gobierno corporativo se remonta a principios de este siglo con casos como los de Enron y WorldCom en Estados Unidos o Parmalat en Europa, donde ya se puso en tela de juicio la labor y ética de los administradores, los mecanismos de control de los organismos reguladores del mercado financiero o la labor de los auditores. El clima de desconfianza generado por este tipo de escándalos dio lugar a una lluvia de cambios que han tratado de introducir distintos tipos de mejoras en los códigos de gobierno corporativo y, por tanto, en la práctica cotidiana de las empresas.

El movimiento de reforma en el ámbito del gobierno de las empresas tuvo sus inicios durante la última década del siglo XX en Estados Unidos y rápidamente se extiende por el resto de los países, dando lugar en esos años a la publicación de un gran número de informes de gobierno corporativo como el Informe ALI (Estados Unidos, 1992), el Informe Cadbury (Reino Unido, 1992), el Informe Greenbury (Reino Unido, 1995), el Informe Dey (Canadá, 1994), el Informe Vienot (Francia, 1995 y 1999), el Informe Olivencia (España, 1998), el Informe Preda (Italia, 1999) o el Informe OCDE (1999), entre otros.

En los últimos quince años, se han publicado en Europa más de una centena de documentos de gobierno corporativo, entre códigos, informes, directrices y recomendaciones, tanto de iniciativa pública como privada, siendo uno de los más recientes el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas publicado en España por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en febrero de 2015. Estos códigos incluyen una serie de recomendaciones sobre determinadas prácticas empresariales tales como los sistemas de compensación de los ejecutivos, el papel de los auditores, la estructura de propiedad y la presencia de grandes accionistas o accionistas institucionales, o las medidas anti-opas, entre otras, aunque la mayoría hacen un especial hincapié en la estructura del consejo de administración y la actuación de los consejeros, entrando en cuestiones como el nombramiento de los consejeros, la separación de los papeles del CEO y el presidente del consejo, tamaño y composición del consejo, frecuencia de las reuniones, etcétera.

Más allá de las recomendaciones recogidas en los códigos de buenas prácticas, el gobierno de las empresas está afectado por un gran número de influencias, algunas de las cuales parten de la legislación, otras de las tradiciones, las prácticas empresariales o los códigos de ética y conducta en los negocios, dando lugar un concepto mucho más amplio que la mera aplicación de los códigos promulgados en los distintos países.

Bueno (2004) señala dos antecedentes de la fiebre por el estudio del gobierno corporativo. El primero se inició en 1932 con el pionero trabajo de Berle y Means, donde se analizaba la separación de la propiedad y el control de las empresas norteamericanas y se advertía del posible comportamiento oportunista que podían ejercer los directivos de empresas cuyo capital se encuentra disperso entre numerosos pequeños accionistas, ya que estos directivos pueden acabar buscando su propio interés en detrimento de los intereses de los propietarios legales de la empresa. El segundo antecedente, mucho más cercano en nuestros días, se debe a esa primera oleada de escándalos financieros en grandes empresas de todo el mundo que conmocionaron a la opinión pública, creando un clima de desconfianza sobre la fiabilidad de las cuentas anuales de las empresas y sobre la labor de los gerentes de las mismas, aunque, en definitiva, dichos escándalos simplemente hayan acelerado un proceso inevitable que es la búsqueda de un gobierno corporativo adecuado. Existían en esta época otras razones que alimentaban la preocupación y el auge por el estudio del gobierno de las empresas, como eran: la ola de privatizaciones de empresas por todo el mundo; la reforma de los fondos de pensiones, incremento de los inversores institucionales y de los capitales privados; las continuas ofertas públicas de adquisición iniciadas en Estados Unidos en la década de los ochenta y en Europa en los noventa (Shleifer y Vishny, 1997b; Lazonick y O'Sullivan, 2000); o el surgir de nuevos mercados como los del sudeste asiático o Europa del Este, que junto a la crisis asiática de 1998 puso en el punto de mira el gobierno de las empresas en los mercados emergentes (Becht, Bolton y Röell, 2003). Sin embargo, y, a pesar de estos esfuerzos por normalizar y estudiar el buen gobierno de las empresas, el nuevo siglo trajo consigo una crisis financiera que pocos pudieron anticipar y, con ella, la preocupación por el gobierno corporativo planeaba de nuevo sobre los mercados y las instituciones reguladoras y supervisoras, los cuales han sido ampliamente cuestionados tras destaparse los múltiples escándalos de corrupción de los últimos años.

El término *gobierno* es sinónimo de ejercicio de la autoridad, dirección y control (Zingales, 2008), y el término *gobierno corporativo* deriva de la analogía entre el gobierno de las ciudades, naciones o estados y el gobierno de las empresas (Becht et al., 2003). Así, cuando se habla de *gobierno de la empresa* o *gobierno corporativo* se hace referencia al sistema completo de acuerdos institucionales y relaciones a través de las cuales las empresas son dirigidas y controladas (Hill y Jones, 1992), incluyéndose aquí las reglas, principios o buenas prácticas que permiten mejorar la dirección y, por tanto, el gobierno de las sociedades (Bueno, 2004). Para Roe (1997), en su definición dada para el diccionario Palgrave de Ley y Economía, el gobierno corporativo es la forma en que se toman las decisiones y se asigna el poder entre accionistas, directivos y consejeros, siendo su principal objetivo hacer que las empresas desarrollen su actividad de la mejor manera posible.

Shleifer y Vishny (1997a) también tratan de definir este concepto diciendo que el gobierno de las empresas tiene que ver con los medios a través de los cuales quienes proporcionan fondos financieros se aseguran una retribución adecuada de sus inversiones, haciendo referencia a los mecanismos que aseguren la búsqueda de los intereses de los accionistas por parte de la dirección. Por otra parte, existen otras definiciones que hacen referencia al conjunto de condiciones que configuran la negociación a posteriori sobre las quasirrentas generadas por la empresa (Zingales, 2008), o al diseño de las instituciones que inducen o fuerzan a los directivos a internalizar el bienestar de los interesados (Tirole, 2001). En estos casos, vemos cómo se da cabida a diferentes grupos de interés que intervienen en la acción colectiva de la empresa, sean accionistas o no, ya que no se especifica el origen de las quasirrentas (Salas, 2002).

A lo largo de estos años el problema del gobierno corporativo y, por tanto, su definición, han ido evolucionando de forma paralela al modelo de empresa. Con el fin de comprender mejor los distintos temas que han sido objeto de atención en la literatura sobre gobierno corporativo durante las últimas décadas, se presenta, a continuación, la evolución sobre la naturaleza y el modelo de empresa, así como del gobierno de la misma, lo que permitirá aproximarse al estado actual del tema.

Este capítulo se estructura de la siguiente forma. En primer lugar, en el epígrafe 1.1 se plantea el origen del estudio del gobierno de la empresa a través del problema de agencia que surge de la separación entre la propiedad y el control, dando lugar a las consecuentes necesidades de incentivos y control por parte de los mecanismos pertinentes, que permitirá analizar en el epígrafe 1.2 la evolución del modelo de empresa, así como la evolución paralela de la función del gobierno corporativo. A continuación, en el epígrafe 1.3 se hace un repaso exhaustivo a los diferentes mecanismos de gobierno, tanto internos como externos, diseñados con el fin de paliar dichos conflictos. El capítulo continúa con un epígrafe dedicado al análisis del marco institucional en el contexto del gobierno de la empresa, lo que da lugar a la existencia de distintos modelos internacionales de gobierno corporativo en función del grado de protección que el sistema legal proporcione a los inversores en cada entorno. Por último, se hará una referencia a la proliferación de las regulaciones en materia de buen gobierno, como consecuencia de las necesidades abordadas a lo largo del tema y en función del sistema legal.

## **1.2 LA SEPARACIÓN ENTRE LA PROPIEDAD Y EL CONTROL: EL ORIGEN DEL PROBLEMA DEL GOBIERNO DE LA EMPRESA**

El problema contractual que surge de la separación entre la propiedad y el control de la empresa fue reconocido en un primer momento por Adam Smith en su obra *La Riqueza de las Naciones* publicada en 1776 (Smith, 2011), pero no fue hasta su desarrollo por Berle y Means (1932) cuando se tomó conciencia de las consecuencias de dicha realidad empresarial y comenzó a surgir una corriente de estudio en torno a la misma. Los autores afirmaban que las grandes corporaciones eran propiedad de los accionistas, sin que ninguno poseyera una parte significativa del capital de la misma, por lo que ningún accionista tenía poder real para controlar las decisiones de los directivos, quienes ejercían el auténtico control de la corporación. Accionistas y directivos obedecen su comportamiento a la satisfacción de distintos intereses, los cuales pueden llegar a ser, en algunos de los casos, contrapuestos.

Existe, por tanto, una ausencia de alineamiento entre los objetivos de los directivos y propietarios, de tal manera que, estos últimos, desearán que los directivos tomen decisiones que maximicen el valor de la empresa. Sin embargo, unido a la divergencia de intereses, existe el problema de la diferencia en la actitud hacia el riesgo, ya que los accionistas tienden a diversificar sus inversiones, pero el directivo solamente invierte para su empresa y, normalmente, el valor de su capital humano como directivo depende del éxito en sus decisiones inversoras, por lo que puede resultar más averso al riesgo de lo que desearían los accionistas (Douma y Schreuder, 2009). Estos conflictos de intereses entre el agente y el principal de la relación de agencia se ven acompañados de la existencia de incertidumbre que da lugar a asimetrías informativas entre ambos, ya que los inversores no cuentan con el mismo volumen de información que los directivos en la empresa (Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983a, 1983b).

El origen de este problema de agencia entre accionistas y directivos surge cuando los partícipes que aportan los fondos necesarios para financiar las inversiones, asumiendo el riesgo de la actividad y adquiriendo la propiedad de la empresa, se ven obligados a confiar la supervisión y dirección de la misma a alguien que posea las cualificaciones y habilidades necesarias para el desempeño de esta función. Si los accionistas tuvieran información completa sobre las oportunidades de inversión que se le presentan a la organización y sobre la actuación de los directivos, podrían diseñar contratos completos que no dieran margen a la discrecionalidad del equipo gerente. Pero esto no es así y las acciones de la dirección y las oportunidades de inversión no son perfectamente observables por los propietarios, por lo que los directivos pueden incurrir en actuaciones contrarias a los intereses de los primeros.

Esta imposibilidad de obtener y procesar información completa y gratuita, así como la distribución asimétrica de la información disponible por directivos y accionistas, da lugar a dos problemas ampliamente analizados en la literatura: la selección adversa y el riesgo moral. Mientras la selección adversa es un problema de oportunismo precontractual, donde la asimetría informativa se da antes de firmar el contrato, cuando alguna de las partes puede aprovechar una ventaja informativa para ofrecer transacciones perjudiciales para las demás partes implicadas (Arruñada, 1998, 2013), el riesgo moral es

un problema *ex post*, en el cual la asimetría informativa y, por tanto, el comportamiento oportunista surgen en un momento posterior a la firma del contrato.

Siguiendo este planteamiento, el problema de agencia se puede entender tanto como un problema de información asimétrica como de falta de incentivos, ya que las acciones del agente solo son conocidas por él y no existe un incentivo inmediato para que informe de ellas al principal (Delgado, 2001). Por tanto, la solución a los problemas de agencia en la empresa pasan por reducir el conflicto entre accionistas y directivos, a través de incentivos que generen un alineamiento de los intereses de ambos, y reducir las asimetrías informativas entre principal y agente, mediante los mecanismos de control necesarios que limiten el grado de discrecionalidad directiva (Douma y Schreuder, 2009).

Las medidas de gobierno corporativo, a través de los mecanismos internos a disposición de los accionistas y externos proporcionados fuera de la relación de agencia, establecen el control y los incentivos necesarios para tratar de paliar las diferencias existentes entre propiedad y control. A continuación se analiza la evolución del modelo de empresa en la literatura así como de la función del gobierno corporativo en cada caso.

### **1.3 EVOLUCIÓN DEL MODELO DE EMPRESA Y EL GOBIERNO CORPORATIVO**

El planteamiento de los diferentes modelos de empresa pasa por analizar los objetivos que la organización pretende alcanzar en cada uno de ellos, así como por identificar quién fija dichos objetivos. Es en este último aspecto donde, la existencia de grupos de interés diferentes de los propietarios que traten de influir sobre los objetivos de la empresa, genera problemas y conflictos que deben ser solucionados con la puesta en marcha de los consiguientes mecanismos de gobierno corporativo. Como consecuencia de este proceso de resolución de conflictos, la estructura organizativa de la empresa se verá también afectada, de manera que se garantice la eficiente producción de bienes y servicios.

### **1.3.1 Del modelo neoclásico al modelo financiero de empresa: el gobierno de la empresa y la creación de valor para el accionista**

Comenzamos este análisis del gobierno de la empresa a partir de un modelo de firma que poco o nada tiene que ver con la realidad, el modelo neoclásico de empresa, en el cual la organización se describe como una *caja negra* cuyo único objetivo es la maximización del beneficio. Este modelo de empresa actúa como un ente individual caracterizado por un perfecto conocimiento de todos los aspectos relevantes para la toma de decisiones, información perfecta y racionalidad económica, que se mueve en un mercado de libre competencia, en el que el precio viene dado y es públicamente conocido para cada bien o servicio (Milgrom y Roberts, 1993; Douma y Schreuder, 2009). En este marco neoclásico, la preocupación se centra en analizar el comportamiento de la empresa en el mercado y no en ver qué es lo que pasa dentro de la *caja negra*, por lo que el gobierno de la empresa pierde relevancia (Azofra, 2005).

Abandonando este enfoque, el análisis se dirige hacia la principal corriente de estudio del gobierno de la empresa, que hace hincapié en los problemas de separación entre la propiedad y el control planteados en un primer momento por Berle y Means (1932) y ampliamente analizados desde que Jensen y Meckling (1976) introdujeran un nuevo modelo de empresa basado en la Teoría de la Agencia.

Como ya se apuntaba anteriormente, el trabajo de Berle y Means (1932) puso de manifiesto la prevalencia en la economía norteamericana de organizaciones caracterizadas por la dispersión del accionariado y donde el control de la empresa se encontraba en manos de directivos. El objetivo de la maximización del beneficio, planteado en el modelo neoclásico, se ve alterado por la separación entre propiedad y control, pasando a ser objeto primordial de estudio el conflicto de intereses entre accionistas y gerentes, donde se produce una transferencia de poder de la propiedad a la dirección, dando lugar a que ésta última tome decisiones tendentes a satisfacer sus propios intereses en detrimento de los intereses de los accionistas. Por tanto, la discrecionalidad de los directivos puede provocar un cambio de objetivos, sustituyendo la maximización del beneficio, que, a su vez, maximizaría la función de utilidad de los accionistas, por objetivos más próximos a la dirección. Dentro de este enfoque,



denominado *gerencialismo*, el gobierno corporativo se ocupa primordialmente de mitigar el conflicto de intereses entre accionistas y dirección (Delgado, 2001), con el fin de garantizar la creación de valor para el accionista.

A partir de todos estos elementos, se crea un modelo de empresa como nexo contractual, dentro del cual los propietarios ejercen la primacía, y que también cabe denominarse modelo de empresa principal-agente, en el que los individuos son los que tienen objetivos propios y no la empresa como organización. Se corresponde con el modelo financiero-mercantil o modelo financiero de empresa, el cual también toma elementos de la teoría de los derechos de propiedad y de la economía de los costes de transacción, en el que el objetivo es la creación de valor para el accionista (Rodríguez, 2003; Bueno, 2004).

En este contexto contractual, caracterizado por el conflicto de intereses entre accionistas y directivos, y la imposibilidad de redactar contratos que contengan todas las posibles contingencias que surgirán durante el desarrollo de la transacción, el gobierno de la empresa implica diseñar una serie de mecanismos que permitan controlar la discrecionalidad del equipo directivo, tratando de aproximar sus intereses a los de la propiedad, a la vez que se garantiza la creación de valor para los accionistas (Hart, 1995; Mayer, 1996). Se trata de establecer mecanismos de vigilancia y salvaguardia de los contratos, tanto implícitos como explícitos, entre los directivos y los accionistas (Fama y Jensen, 1983a), y evitar así que el equipo directivo busque la maximización de su función de utilidad<sup>1</sup> en lugar de maximizar el valor de la empresa para los propietarios.

La creación de valor para los accionistas, como objetivo a alcanzar a través del gobierno de la empresa, encuentra su justificación, precisamente, en la existencia de contratos incompletos que determinan los términos de las relaciones en el seno de la empresa, ya que los accionistas son el único partícipe en la empresa que no tienen perfectamente especificadas *ex ante* las compensaciones que recibirán en todas y cada de las posibles eventualidades futuras (Zingales, 2008). Por tanto, los mecanismos de gobierno

---

<sup>1</sup> “La función del utilidad del directivo tiene componentes monetarios y no monetarios, como promoción, autonomía, prestigio, libertad para asignar recursos (Williamson, 1964, 8), además de la propia seguridad o permanencia en la dirección” (Cuervo, 2008:84).

corporativo tratarán de mitigar la falta de una plena protección contractual. Según Williamson (1985), los accionistas son el único partícipe voluntario cuya relación con la empresa no se renueva periódicamente. Asimismo, sus inversiones, no asociadas a ningún activo concreto, generan una gran desventaja a hora de redactar cláusulas contractuales que protejan sus intereses *ex ante*.

Según estos argumentos y dado el riesgo que soportan los accionistas como consecuencia de las decisiones que toman los directivos, se establece que el objetivo que deben perseguir estos últimos, y cuya consecución deben garantizar los mecanismos de gobierno corporativo, sea maximizar el valor de la empresa para sus propietarios legales<sup>2</sup>. De tal manera que el consejo de administración, como uno de los mecanismos de gobierno que se pueden articular en la empresa, debe representar exclusivamente los intereses de los accionistas y no los de trabajadores u otros aportantes de fondos (Williamson, 1985).

Sin embargo, tal y como se verá más adelante, la existencia en la empresa de otros grupos de interés que plantean reivindicaciones en términos de objetivos propios diferentes de los de los accionistas, entre los que se incluye el equipo directivo, va a limitar este principio de maximización de la riqueza de los propietarios (Guerras y Navas, 2015).

### **Limitaciones del modelo financiero de empresa**

A finales de la década de los ochenta y principios de los noventa, la creación de valor para el accionista se convirtió, gracias a la colaboración de los altos ejecutivos de las empresas norteamericanas, en un principio fundamental del gobierno corporativo en este país. Según el trabajo de Lazonick y O'Sullivan (2004), hasta ese momento las pocas grandes empresas que existían generaban ingentes cantidades de ingresos y asignaban sus recursos de acuerdo al principio de gobierno corporativo imperante hasta entonces, *retener y reinvertir*, según el cual las organizaciones retenían tanto el dinero que

---

<sup>2</sup> Algunos autores hablan de maximizar el valor total de la empresa en los mercados financieros, es decir, el valor de la empresa tanto para sus accionistas como para los tenedores de obligaciones y bonos. Pero dado que todo es capital financiero y se está suponiendo la existencia de unos mercados de capitales bastante perfectos, consideramos que ambos objetivos no se contradicen y se pueden alcanzar simultáneamente (Rodríguez, 2003:26).

ganaban como las personas que contrataban, y reinvertían en capital físico y recursos humanos complementarios.

El difícil entorno económico que caracterizó los años setenta y ochenta, junto con el incremento de la segmentación de las grandes empresas norteamericanas, las cuales tenían abiertas diferentes líneas de negocio, supuso un dilema para los directivos, quienes debían elegir entre encontrar nuevas formas de generar ganancias basadas en *retener y reinvertir*, o bien rendirse al nuevo entorno competitivo recortando la plantilla de la empresa. En este contexto, el incremento de los inversores institucionales, la ola de ofertas públicas de adquisición y la falta de regulación en los mercados de capitales favoreció que los directivos desatendieran los intereses de las empresas que gestionaban con el fin de favorecer sus propios intereses, con lo que el principio de *retener y reinvertir* fue sustituido por el de *recortar y distribuir*, surgiendo el *mantra* de la creación de valor para el accionista (Lazonick y O'Sullivan, 2000).

La creación de valor para el accionista, materializada a través del cobro de dividendos y del incremento de la cotización de sus acciones, lleva implícita la búsqueda continuada de un beneficio empresarial extraordinario, es decir, por encima del coste de oportunidad de los capitales propios, ya que ésta es la única forma de favorecer verdaderamente a los propietarios de la empresa (Shapiro y Balbirer, 2000). Por tanto, el camino para promover este objetivo y obtener unas ganancias por encima de la retribución normal exigida a los capitales propios, la empresa deberá llevar a cabo, únicamente, aquellos proyectos de inversión cuya rentabilidad esperada para los accionistas supere el coste de oportunidad de los recursos que éstos hayan invertido y que viene dado por lo que obtendrían si invirtieran en otras compañías de similar riesgo (Rodríguez, 2003).

La defensa de la creación de valor para el accionista dentro del modelo financiero de empresa, donde se da por supuesto que los mercados de capitales funcionan bien y que efectúan una valoración correcta de los resultados de las empresas, ha supuesto la adopción de medidas estratégicas y operativas con fuertes efectos negativos, como pueden ser el fomento de inversiones rápidamente rentables, ya que el valor hoy de un rendimiento futuro es mayor cuanto menos alejado esté en el tiempo, o una política

continuada de incentivos para los directivos (Rodríguez, 2003). Este mismo autor (Rodríguez, 2003:31) señala algunos de los efectos negativos de estas estrategias empresariales derivadas de la aplicación del modelo financiero: elevada subcontratación de actividades; empleados con responsabilidades propias de directivos; ritmo de trabajo bajo fuerte presión; contratos temporales con remuneración individualizada y basada en un fuerte componente variable; reorganizaciones, despidos, cierres de factorías o escisiones; deslocalización de actividades, etcétera.

Por otra parte, la maximización del valor de las acciones de la empresa a corto plazo no supone necesariamente la maximización del valor de la empresa a largo plazo (Stiglitz, 1993) y puede llegar a romper contratos relacionales o implícitos, basados en la confianza y lealtad de las partes implicadas.

Todos estos efectos han llevado a los propios defensores del modelo financiero de empresa a matizar aspectos relativos a la creación de valor para el accionista, la cual debe ser alcanzada en el largo plazo y de forma responsable, llegando a subrayar algunos fenómenos derivados de la aplicación indiscriminada de los postulados de este modelo (Fuller y Jensen, 2002): aparición de burbujas especulativas en los mercados; sistemas de incentivos basados en opciones sobre acciones que han desencadenado una rápida búsqueda del valor bursátil en periodos cortos de tiempo, más que la riqueza a largo plazo; fusiones y adquisiciones de empresas como medio para sostener el crecimiento; retribuciones de asesores y analistas asociadas a la rentabilidad alcanzada por las agencias o fondos de valores a los que pertenecen, lo que sesga sus recomendaciones, etc.

En palabras de Eduardo Bueno (2004), de acuerdo con la existencia de estas limitaciones, las organizaciones se están convirtiendo en un mero conjunto de intereses y de contratos formales entre accionistas, directivos y agentes del mercado, preocupados solamente por maximizar a corto plazo el valor de la empresa para el accionista, es decir, el valor en el mercado de sus acciones. Esto ha ocasionado un abuso de la sobrevaloración de las empresas, un exceso de la contabilidad creativa y la ausencia de una doctrina aceptada que evite la excesiva especulación de la valoración e información de los intangibles existentes en la empresa. Estas críticas propician la

necesidad de diseñar un nuevo modelo de empresa y de gobierno corporativo (Denis y McConnell, 2003), que permita recuperar la confianza perdida en el sistema y la identidad de las empresas, y que sea coherente con la nueva realidad económica basada en el reconocimiento de los intangibles y en la sociedad de la información, obligando a revisar el marco teórico de la economía institucional y de los enfoques contractuales de la teoría de la empresa (Bueno, 2004).

Por último, y lejos del paradigma de agencia, otras teorías más cercanas a los derechos de propiedad argumentan que los accionistas de las sociedades anónimas de capital disperso no son los propietarios de la empresa ya que no ostentan derechos residuales de decisión, sino que éstos recaen sobre el consejo de administración, por lo que no hay razones para pensar que los intereses de los accionistas deben prevalecer sobre los del resto de participantes interesados en la empresa (Kay, 1996; Blair, 1996).<sup>3</sup>

### **1.3.2 Hacia un modelo de empresa como asociación de partícipes: el gobierno corporativo y la creación de valor para todos los *stakeholders***

La supremacía de los accionistas, comentada anteriormente, estaría justificada en una época y un entorno económico en el que el capital financiero fuese un recurso fundamental y escaso y en el que el resto de los recursos se ofertaran ampliamente en el mercado. Actualmente, aunque el capital financiero sigue siendo necesario, otros recursos, tales como el capital intelectual o las innovaciones tecnológicas, han ganado protagonismo a la hora de alcanzar ventajas competitivas frente a otras empresas (Prahalad, 1997). La presencia de inversiones específicas por parte de propietarios de recursos distintos de los accionistas, como son los trabajadores, proveedores o clientes, genera la existencia de cuasi-rentas<sup>4</sup> susceptibles de apropiación, que es necesario proteger (Salas, 2002).

De esta manera, los accionistas dejan de ser el principal grupo de *stakeholders* dentro de la firma para dejar paso a otros grupos de participantes clave que tienen un derecho

---

<sup>3</sup> Ver Salas (2002:123-127) para introducirse en esta perspectiva alternativa de los intereses en la empresa.

<sup>4</sup> La cuasi-renta es la “renta de la que podría apropiarse un agente con capacidad para mantener un comportamiento oportunista en una relación de agencia” (Cuervo, 2008:434).

legítimo en la empresa y cuyas inversiones específicas en la misma también tienen que ser incentivadas y protegidas, siendo necesario replantear los objetivos y responsabilidades de las organizaciones. Con el término anglosajón *stakeholders*, el cual dista mucho de ser un concepto nuevo, hacemos referencia a accionistas, acreedores, directivos, empleados, clientes, proveedores, comunidades locales, Estado y sociedad en general (Freeman, 1984)<sup>5</sup>, es decir, “todos aquellos grupos sociales e individuos afectados de una u otra forma por la existencia y acción de la empresa, con un interés legítimo, directo o indirecto, por la marcha de ésta, que influyen a su vez en la consecución de los objetivos marcados y su supervivencia” (AECA, 2004:29). Cada uno de estos grupos se contemplan como aportantes de recursos críticos para la empresa; a cambio, ellos esperan que sus intereses sean satisfechos (March y Simon, 1958).

### **Los grupos de interés en la empresa**

Hasta este momento, se ha planteado la relación contractual mantenida entre propietarios y directivos. La Teoría de la Agencia permite analizar todas y cada una de las relaciones que tienen lugar en el seno de la empresa, entre los diferentes grupos de participantes o aportantes de recursos, dando lugar a un planteamiento de multiagencia en el que son muchos los principales que delegan la gestión de sus recursos aportados en los directivos de la empresa. Esta visión ampliada de la teoría de la agencia, denominada enfoque *stakeholders*, analiza dichas relaciones en su conjunto, poniendo de manifiesto el proceso de negociación que tiene lugar entre los grupos.

Según Rodríguez (2003:81), “la firma *stakeholders* se entiende como una organización que, mediante la producción de bienes y servicios, desea satisfacer las necesidades de los diferentes grupos que la integran y de los cuales depende para su supervivencia”. Los grupos de individuos actúan en su propio interés pero conscientes de que dependen unos de otros (Fama, 1980), por tanto, buscan alinear intereses, ya que solamente así se reducirán los costes de transacción, a la vez que compiten entre sí, con el fin de evitar que sus intereses se sacrifiquen en beneficio de otros *stakeholders*, manifestándose

---

<sup>5</sup> Ver Freeman (1984) para obtener una visión de los antecedentes clásicos del término *stakeholder*.

simultáneamente una situación de cooperación y conflicto entre los grupos de participantes.

El estudio de los diferentes *stakeholders* requiere su previa identificación, así como el conocimiento y la valoración de sus objetivos como grupo (Hill y Jones, 1996), teniendo en cuenta que un individuo puede pertenecer a más de un grupo de *stakeholders* y que sus intereses y comportamiento dependerán del grupo en el que esté incluido en cada momento. Asimismo, los grupos de *stakeholders* pueden cambiar a lo largo del tiempo, por lo que la combinación y negociación de sus intereses también lo hará. Nuevos grupos pueden entrar a formar parte de la coalición, así como otros pueden abandonar la organización (Freeman, 1984)

Guerras y Navas (2015) identifican los grupos de *stakeholders* que influyen sobre los objetivos de la empresa con el fin de determinar su grado de importancia, distinguiendo entre *stakeholders* internos y externos. Entre los internos se encuentran los accionistas, directivos y trabajadores, aunque en ocasiones también se podrían incluir las filiales, departamentos o unidades de negocio con intereses propios. Entre los grupos externos se incluyen los clientes, proveedores, entidades financieras, sindicatos, comunidades locales, público en general y el Estado. De estos grupos, se considerarían primarios aquellos cuya relación contractual con la empresa es de carácter formal y, secundarios, los que no. También se puede realizar una jerarquización de estos grupos en función del interés que representen para la empresa, en función de los recursos estratégicos y específicos que posean, y del poder efectivo que ejerzan para influir en los objetivos y estrategias empresariales (Gardner, Rachlin y Sweeny, 1986). Otra clasificación se hace en función de las variables poder, legitimidad y urgencia (Mitchell, Agle y Wood, 1997). El poder de un grupo hace referencia a la posibilidad de imponer a los otros grupos los intereses propios, en función de la autoridad formal o informal que ejerza sobre ellos; la legitimidad es la percepción de que los intereses de un grupo son deseables o aceptados por los demás; y la urgencia es el interés de un grupo por influir para conseguir sus objetivos, según la importancia que le dé a su consecución. Aquellos grupos que reúnan más características tendrán mayor importancia en relación con los demás y sus objetivos serán determinantes para los objetivos empresariales.

La consideración de los objetivos y necesidades de cada grupo, tanto por sí mismos como por los demás, depende de lo que comprometan en la empresa y lo que esperen a cambio, lo que se encuentra en relación con la especificidad de los recursos que aporten. La distinción entre el poder que ejercen unos y otros es importante, puesto que aquellos *stakeholders* más sobresalientes, es decir, con un poder relevante, pueden demandar amplios mecanismos de incentivos y estructuras de gobierno en orden a salvaguardar su inversión en recursos específicos en la empresa. Por tanto, la dirección, único grupo que se relaciona con todos los demás, prestará más atención a los objetivos de aquellos grupos cuya importancia relativa sea mayor, ejerciendo de moderador entre los grupos dentro de la empresa (Mitchell et al., 1997; Licht, 2003).

Este conflicto de intereses entre los grupos de *stakeholders* es una consecuencia de la imposibilidad de alcanzar los objetivos de todos en los niveles deseados, de tal manera que tendrán que negociar hasta llegar a una situación de equilibrio y conformarse con una consecución aceptable y satisfactoria de los mismos, basándose en criterios de razonabilidad. Cada grupo tiene objetivos propios cuya consecución está condicionada y condiciona, a su vez, los objetivos de la empresa (Freeman, 1984; Guerras y Navas, 2015), siendo necesario el arbitraje entre los grupos para que las decisiones empresariales sean el resultado de un proceso de negociación derivado de las relaciones sociales entre los agentes económicos y en interacción con el entorno (Rodríguez, 2003).

Estas diferencias entre grupos de partícipes ponen de manifiesto que, a pesar de la necesaria coalición de intereses, cada grupo persigue unos intereses marcadamente distintos, de forma que sus actuaciones pueden tener consecuencias importantes sobre los demás partícipes de la empresa, generándose las denominadas externalidades<sup>6</sup>. Por ejemplo, los directivos conforman el grupo de *stakeholders* mejor informado sobre la marcha de la empresa, por lo que pueden aprovechar ese desequilibrio informativo en su propio interés, frenando la cooperación entre los partícipes.

---

<sup>6</sup> Las externalidades son aquellas actuaciones de un agente económico que tienen consecuencias no pactadas en otros (Serrano, 1995). Una externalidad será negativa en el caso de que la actuación de una persona imponga costes a otras, y positiva si los actos de una persona benefician a otras. Las externalidades dan lugar a ineficiencias porque quienes adoptan las decisiones no tienen en cuenta los costes y beneficios derivados de las mismas y que recaen sobre otras personas.



En este contexto, según Rodríguez (2003), el objetivo de creación de valor para los accionistas propuesto por el modelo financiero de empresa puede llevar a la ruptura de algunos contratos implícitos, basados en la reputación y en la confianza entre las partes y en la existencia de una relación mantenida a largo plazo en el tiempo, perjudicando a determinados grupos de partícipes y desincentivando el establecimiento de relaciones duraderas entre ellos, dado que existen otros intereses distintos a los de los accionistas que también deben ser protegidos.

### **El modelo estratégico-social de empresa**

La evolución del modelo de empresa ha sido paralela a la evolución del proceso de creación de valor, el cual ha pasado de basarse en activos tangibles para hacerlo en los activos intangibles derivados de las actividades intelectuales de los diferentes grupos de participantes involucrados en la empresa y en dicho proceso de creación de valor.

Dentro del marco teórico propuesto por el enfoque *stakeholders*, y partiendo de la idea de que los conocimientos son los recursos críticos de los que depende la competitividad de la empresa, se plantea un nuevo modelo de empresa denominado estratégico-social, en el que la creación de valor no debe producirse sólo para el accionista, sino para todos los partícipes según su función en la empresa, y donde el gobierno corporativo incorpore todos los contratos relacionales o implícitos que se mantengan con los partícipes de la organización basados en la confianza, lealtad y ética (Bueno, 2004:66). Este nuevo concepto de creación de valor precisa de la cooperación entre los participantes de la empresa, de tal manera que el resultado de la misma permita una retribución equilibrada entre todos ellos que satisfaga, al menos, su coste de oportunidad, de manera sostenida a lo largo del tiempo (Quevedo, 2001).

En este nuevo modelo de empresa, el objetivo económico ya no consistirá en maximizar el valor de la empresa para el accionista, sino en promover la creación y el crecimiento en el tiempo de la riqueza neta total para todos los grupos de interés, reduciendo el efecto de las externalidades negativas (Salas, 2002) y siendo conscientes de que esta creación de valor debe ser a largo plazo y depende no solo de las exigencias del mercado de capital o inversores, sino de las demandas de los demás *stakeholders*, reflejadas en

los mercados de productos a través de los clientes, mercados de trabajo a través del capital humano específico o el mercado de tecnología a través de los proveedores (Prahalad, 1997). Hablar de riqueza neta para todos los grupos de interés supone sumar los efectos positivos y negativos de las externalidades generadas por la actividad de la empresa sobre el conjunto de *stakeholders*, de tal manera que, una reducción de las externalidades negativas supondrá un superávit de las positivas, fomentándose un crecimiento sostenible de la empresa en el tiempo, preservando su capital físico, financiero e intelectual, a la vez que el capital medioambiental, ya que los contratos implícitos también se dan con la comunidad.

Sin embargo, la existencia de asimetrías informativas en el reparto de la información es una traba en el proceso de colaboración, ya que puede dar lugar a comportamientos oportunistas por parte de los más informados (Giner, 1997; Quevedo, 2001). En este caso, el sistema de gobierno corporativo debe proporcionar incentivos para que todos los grupos de *stakeholders* trabajen juntos a largo plazo, con el objetivo último de crear riqueza para todos ellos, teniendo en cuenta las diferentes relaciones y funciones de utilidad de cada grupo en la empresa, reconocidas tanto por contratos explícitos como implícitos. La finalidad es lograr una maximización relativa o satisfactoria de la función de utilidad de los partícipes, integrando a los shareholders o accionistas con el resto de los *stakeholders* (Bueno, 2004:67). Es necesario, por tanto, el diseño de una serie de mecanismos de salvaguarda, tanto internos como externos, en las relaciones contractuales entre grupos de individuos que establezcan las formas de cooperación entre ellos y el reparto del valor creado (Fama, 1980; Freeman y Evan, 1990).

#### **1.4 LOS MECANISMOS DE GOBIERNO CORPORATIVO**

Como se ha visto a lo largo de la panorámica expuesta de los diferentes modelos de empresa, la función principal de los mecanismos de gobierno corporativo es la salvaguarda de las relaciones contractuales de la empresa, explícitas e implícitas, así como la protección y consecución de los objetivos empresariales, de forma que la supervivencia de la empresa al conflicto de intereses derivado de la persecución del interés propio individual, que se manifestará en una utilización oportunista de la

discrecionalidad otorgada en las relaciones contractuales, dependerá en gran parte de la efectividad con que estos mecanismos desempeñen su función (Delgado, 2001).

Sin embargo, las estructuras de gobierno de las empresas son el reflejo de los rasgos de los correspondientes entornos económico, institucional y financiero en el que se encuadran las decisiones empresariales (Fernández y Gómez, 1999), y los sistemas de gobierno de la empresa se articularán utilizando los mecanismos de salvaguardia y alineamiento de intereses más apropiados en función de las características del marco institucional y del enfoque teórico y el modelo de empresa predominante en cada caso: el modelo financiero y el modelo estratégico-social.

El enfoque principal-agente de la teoría de la agencia plantea las bases del modelo financiero de empresa y de una estructura de gobierno que implica la utilización de mecanismos externos de control orientados al mercado de capitales y que puede identificarse como un sistema externo de gobierno corporativo (Franks y Mayer, 1997; Fernández y Gómez, 1999). Este sistema externo sirve para explicar el modelo de gobierno anglosajón, el cual se basa en la existencia de un elevado número de empresas con cotización en los mercados, un mercado de capitales muy líquido, pocas participaciones cruzadas entre empresas y por un gran número de inversores individuales, ya sea directamente o indirectamente a través de inversores institucionales (Franks y Mayer, 1997; Franks, Mayer y Rossi, 2003).

Por otra parte, el enfoque *stakeholder* es el marco teórico del modelo estratégico-social y de una estructura de gobierno de la empresa denominada continental, imperante en los países europeos continentales, aunque también en Japón, y también llamado sistema de control interno (Franks y Mayer, 1997), ya que se basa en mecanismos de supervisión y control internos, donde los incentivos descansan sobretodo en las actuaciones del consejo de administración, en el que se encuentran representados los diferentes *stakeholders* (Fernández y Gómez, 1999). En este caso, la dirección actúa en interés de todos los grupos con participaciones en la empresa, con el propósito de establecer relaciones a largo plazo que permitirán reducir los costes de transacción y armonizar los diversos intereses.

Es necesario reconocer, tal y como señalan Fernández y Gómez (1999:362), que la posibilidad de que surjan comportamientos oportunistas en uno y otro modelo implica que ninguno de los dos es suficiente, de forma aislada, para asegurar el buen funcionamiento de la empresa. Se pone de manifiesto, por tanto, la necesidad de combinar dichos mecanismos, externos e internos, de una forma eficiente y en función de las características propias de cada marco institucional, con el fin de tener una visión global del alcance de la estructura de gobierno corporativo y garantizar la creación de valor de la empresa, basada en la interdependencia e interacción de los mecanismos de gobierno.

A continuación se van a definir los diferentes tipos de mecanismos a los que se ha hecho referencia, internos y externos, los cuales constituyen la tradicional clasificación de los mecanismos utilizados para evitar los comportamientos oportunistas y alinear intereses en la organización.

#### **1.4.1 Los mecanismos internos de gobierno**

Los mecanismos internos tienen su origen dentro de la propia relación contractual de agencia. Su finalidad principal es disciplinar e incentivar a la dirección de la empresa, ya que es el grupo que mayor discrecionalidad e información tiene, para que actúe en interés de los inversores, por lo que se pueden encontrar dos categorías de mecanismos internos que permiten alinear los intereses, los que se basan en la supervisión directa o control y los que utilizan incentivos (Guerras y Navas, 2015).

La supervisión directa supone un control de la actividad de los directivos por parte de los propietarios, con el fin de aliviar los problemas de agencia, bien a través del consejo de administración, la junta general de accionistas y accionistas mayoritarios, o bien la vigilancia mutua entre directivos. Sin embargo, el ejercicio de este control crea su propio problema de agencia: ¿quién controla a los supervisores? (Agrawal y Knoeber, 1996). Por otro lado, los sistemas de incentivos tratan de alinear los intereses de la dirección con los de los accionistas y los del resto de la compañía y *stakeholders*.

#### **1.4.1.1 El consejo de administración**

El consejo de administración es un órgano de gobierno de primer orden, en el que los accionistas han delegado la supervisión del equipo directivo (Jensen, 1993), por lo que se considera un punto intermedio entre propietarios y directivos, cuyos miembros son elegidos por los primeros para supervisar y limitar la discrecionalidad decisoria de los segundos. Los directivos deben rendir cuentas de su actuación al consejo de administración, quien a su vez responde ante los accionistas (Crespi y Gispert, 1998). Si bien hay autores que sugieren la poca importancia de este órgano de control, ya que los mercados generan los incentivos suficientes para alinear los intereses de gestores y accionistas (Demsetz, 1983), otros afirman que el consejo de administración es un importante mecanismo de control corporativo (Fama, 1990; Fama y Jensen, 1983a).

La posibilidad de cesar y contratar a los directivos, confiere al consejo de administración un potente mecanismo de control interno (Arruñada, 1990), articulándose como el instrumento clave para el control del equipo directivo, a través de esa posible amenaza de despido, e influyendo directamente en el valor de la empresa (Fernández y Gómez, 1999).

Como órgano básico de gobierno de la empresa, el consejo de administración se encarga de controlar y evaluar a los directivos, incluyéndose aquí su nombramiento, sustitución y remuneración; asesorar al equipo directivo en la formulación de las estrategias de la empresa; aportar recursos básicos para la empresa, basados en la información y conocimientos de sus miembros; facilitar la interrelación de la empresa y el resto de la sociedad; organizar el funcionamiento del propio consejo a través de la creación de determinadas comisiones; entre otras funciones. En definitiva, en “él se concentran las decisiones de aprobación de las principales estrategias y objetivos de la sociedad, junto con las iniciativas de control sobre la gestión de los equipos directivos” (Salas, 2002:112).

La efectividad del consejo de administración en el ejercicio de sus funciones está determinada en gran medida por su independencia (Tirole, 2006), a la vez que ésta última está relacionada con su tamaño y la composición (John y Senbet, 1998). La

independencia del consejo de administración es un elemento básico para que en la toma de decisiones se tengan en cuenta las opiniones de todos sus miembros. Ferrándiz y Gil-Casares (2004) amplían los criterios que ayudan a determinar la independencia de un consejo de administración, y, por tanto, su efectividad, identificando cinco: su composición, sus comisiones, la remuneración de sus miembros, la separación de poderes y las reuniones sin consejeros ejecutivos. A continuación vamos a profundizar en alguno de estos aspectos del consejo de administración.

### **El tamaño del consejo de administración**

Los miembros del consejo de administración deben ser personas que emparejen su prestigio profesional y personal con el de la compañía, aportando, además de sus competencias y la posibilidad de dedicación, sus relaciones e imagen pública en un nivel de igualdad (Ferrándiz y Gil-Casares, 2004). El debate sobre el número de consejeros, ha sido ampliamente tratado tanto en la literatura como en los diferentes códigos de buen gobierno, sin que se haya llegado a determinar, con carácter general, un tamaño óptimo del consejo de administración.

La efectividad del consejo de administración está relacionada con el tamaño del mismo, desde una doble perspectiva. Por una parte, parece lógico pensar que aquellos consejos de administración con un número elevado de consejeros realizarán de una forma más eficiente las tareas de supervisión y control sobre la dirección, a la vez que supone un mayor número de relaciones con el exterior de la organización y una mayor especialización de funciones en el interior del consejo, favoreciéndose así una mejor toma de decisiones (Bainbridge, 2002). Sah y Stiglitz (1986) argumentan, con carácter general, que los grupos de mayor tamaño tienden a rechazar los malos proyectos, de tal manera que el resultado empresarial es menos variable cuando un mayor número de consejeros tienen influencia sobre las decisiones, ya que incrementar el tamaño del grupo decisor tiene efectos similares a disminuir el poder del CEO, lo que conducirá, según Adams y Ferreira (2005), a resultados empresariales menos extremos. Sin embargo, por otro lado, las mayores necesidades de coordinación y los problemas derivados del procesamiento de la información pueden generar el efecto contrario y puede dar lugar a la aparición de *free riders* (Lipton y Lorsch, 1992; Jensen, 1993; Lehn,

Sukesh y Zhao, 2003), ya que los consejos de administración de gran tamaño tienden a fragmentarse, reduciéndose así su capacidad colectiva para controlar a la dirección a la vez que se incrementa el número de consejeros que no participan activamente en el consejo (Bainbridge, 2002).

En el campo empírico sigue la controversia, ya que hay estudios que encuentran una correlación estadísticamente significativa entre el incremento del tamaño del consejo y la mejora del resultado financiero (Davis, 1992), mientras que otras investigaciones evidencian una relación inversa entre el tamaño del consejo de administración y el valor de la empresa, acuciándose este efecto en las empresas de menor dimensión (Yermack, 1996; Fernández, Gómez y Fernández, 1998; Eisenberg, Sundgren y Wells, 1998; Guest, 2009). Igualmente, se contrasta la existencia de una relación negativa entre el tamaño del consejo y la probabilidad de destitución del máximo ejecutivo de la compañía (Yermack, 1996); y una relación directa entre el tamaño del consejo y el ejercicio de una discrecionalidad directiva (Bradbury, Mak y Tan, 2006).

Según la mayoría de los estudios y las recomendaciones de los códigos de buen gobierno<sup>7</sup>, todo parece indicar que aquellos consejos de administración de menor tamaño ejercerán de una manera más eficiente las tareas de supervisión y control, lo que también lleva a pensar que el gobierno de las empresas y su reflejo en el resultado de la empresa mejorará reduciendo el tamaño de sus consejos (Jensen, 1993; Yermack, 1996; John y Senbet, 1998; Eisenberg et al., 1998; Andrés, Azofra, López y Prieto, 2001). Hermalin y Weisback (2003) indican que el tamaño de los consejos de administración se ha reducido con el tiempo, hecho que parece indicar que tanto empresas como mercados reconocen la ventaja de tener consejos más pequeños a la hora de mejorar el resultado empresarial.

### **La composición del consejo**

Por otra parte, en relación con la composición del consejo de administración, y a pesar de que todos los consejeros representan a todos los accionistas, podemos hablar de la

---

<sup>7</sup> En este sentido, la mayoría de los códigos de buen gobierno de países europeos recomiendan que el consejo de administración esté compuesto por un número de entre 3-5 a 13-15 consejeros.

presencia de consejeros ejecutivos, que son aquellos que forman parte del equipo directivo, y del resto de consejeros externos o no ejecutivos, que son aquellos que representan a una parte significativa del capital o dominicales y los que no representan a ningún accionista significativo o independientes (Ferrándiz y Gil-Casares, 2004). La posibilidad de que la actuación del consejo de administración esté condicionada por la dirección, disminuyendo así la eficacia de este mecanismo de control, viene determinada por dicha composición. Los países anglosajones identifican la existencia de consejeros externos con el grado de independencia del consejo, ya que la figura de consejos dominicales es residual en un entorno donde la propiedad suele estar fragmentada, aunque el hecho de no ser ejecutivo no siempre garantiza la independencia (Tirole, 2006)

A pesar de que los consejeros internos o ejecutivos poseen, lógicamente, un mayor conocimiento e información de los entresijos de la compañía que dirigen (Raheja, 2005), pueden, asimismo, utilizar esa asimetría informativa para adoptar políticas que favorezcan sus propios intereses en detrimento de los intereses de los accionistas u otros grupos representados en el consejo de administración, hecho que deben evitar los consejeros no ejecutivos. Por esta razón, el número de consejeros ejecutivos no debe ser elevado y sí claramente inferior al de consejeros externos, con el fin de evitar que la dirección cuente con un excesivo respaldo en el principal órgano de gobierno corporativo (Ferrándiz y Gil-Casares, 2004).

Se presume que el consejo de administración es más independiente a medida que se incrementa la proporción de consejeros externos (John y Senbet, 1998: 380), ya que estos estarán interesados en mantener su independencia y su reputación de cara al mercado laboral externo (Fama y Jensen, 1983b). Sin embargo, hay poco consenso en los resultados empíricos de las investigaciones ya que, por un lado existen evidencias relativas al impacto negativo que puede tener en los resultados la excesiva presencia de consejeros externos, manifestándose una relación negativa entre la proporción de independientes dentro del consejo de administración y el resultado de la empresa (Yermack, 1996; Agrawal y Knoeber, 1996; Bhagat y Black, 1999; Bhagat y Bolton, 2008). Otros autores como Hermalin y Weisbach (1991) encuentran relaciones positivas,



aunque poco significativas, entre el porcentaje de miembros externos en el consejo de administración y las medidas contables de la rentabilidad empresarial o la Q de Tobin. Los resultados obtenidos por Brickley, Coles y Terry (1994), corroboran la hipótesis de mayor representación de los accionistas por parte de los consejeros externos, situación que es bien vista por el mercado y que se pone de manifiesto en el incremento de la riqueza de los accionistas, incluso en consejos ya dominados por externos (Rosenstein y Wyatt, 1990). Harris y Raviv (2008) encuentran evidencias de que un consejo dominado por externos puede reducir el valor de la empresa, ya que la pérdida de información relevante en manos de los internos es más costosa que los costes de agencia generados por la falta de independencia. Más recientemente, Duchin, Matsusaka y Ozbas (2010) determinan que el número de consejeros externos depende de la importancia que tenga la información proporcionada por los denominados internos, de tal manera, que si el aumento en el número de externos mejora el resultado de la empresa, es que dicha información no es relevante y la composición del consejo no se había elegido de manera óptima.

La efectividad del consejo de administración también se pone de manifiesto en sus decisiones de contratación y despido del equipo directivo (De Angelo y De Angelo, 2000; John y Senbet, 1998). Si predominan los consejeros externos es más probable que se produzca una destitución de la alta dirección ante la existencia de malos resultados empresariales (Vives, 2000). Esta idea es defendida por Weisbach (1988), quien evidencia empíricamente que los consejeros internos y externos tienen un comportamiento diferente en sus decisiones de sustitución del CEO, encontrando una relación entre los resultados obtenidos por la empresa y la sustitución de los directivos cuando el consejo está dominado por externos, pero no cuando la mayoría de los consejeros son internos.

Por otra parte, Gutiérrez y Saez (2012) defienden que la tendencia regulatoria actual de mantener un elevado porcentaje de consejeros independientes constituye un mecanismo de control ineficiente en aquellas empresas cuya estructura de propiedad es concentrada, por lo que se empieza a anticipar que los mecanismos no funcionan de manera aislada.

## **La dualidad de poderes**

Existe otro aspecto relacionado con la composición del consejo de administración al que es necesario hacer referencia, se trata de la dualidad de funciones cuando los puestos de primer directivo y presidente del consejo de administración recaen en una misma persona.

A pesar de la potencial ventaja que puede suponer la coincidencia de estas dos funciones en un presidente del consejo de carácter ejecutivo, dado el alto grado de conocimiento de la empresa que se concentra en una persona, se desaconseja precisamente por el exceso de poder que conlleva el cargo, ya que dominará tanto la estructura directiva de la empresa como las decisiones que se tomen en el consejo.

Es evidente, que la presencia de un presidente del consejo primer ejecutivo o CEO (Chief Executive Officer) fortalece la posición de los internos (Tirole, 2006), sin embargo, la dualidad de funciones puede causar un impacto positivo o negativo en una organización dependiendo de las características personales y profesionales de la persona que ocupe el puesto, por lo que se empieza a atisbar que una estructura de gobierno puede ser apropiada para una empresa y no para otra (Weir y Laing, 2000). En este sentido, Pi y Timme (1993) consideran que aquellos consejos en los que las figuras del CEO y del presidente coinciden en la misma persona son menos eficientes para controlar las decisiones de la dirección y Bhagat y Bolton (2008) encuentran evidencia significativa de que la separación de poderes está positivamente correlacionada con un mejor resultado.

La posibilidad de eliminar totalmente la existencia de dualidad en la figura del presidente del consejo y separar plenamente los poderes de gestión y control y articular consejos de administración verdaderamente duales, donde una parte del consejo gestiona y la otra controla, viene determinada por la legislación del marco institucional en el que opere la empresa, sin que, en la mayoría de los casos, sean las propias empresas ni sus consejos de administración los que decidan al respecto.

### **Las comisiones delegadas**

La estructuración del consejo de administración en comisiones delegadas, a las que se les encomienda tareas específicas en relación con el seguimiento permanente de algunas áreas de especial relevancia, tiene gran importancia en el ejercicio efectivo de las funciones de supervisión y control, ya que se delimitan las competencias de los consejeros. El fin último de las comisiones es estudiar y proponer decisiones al conjunto del consejo de administración sobre aquellos temas donde los intereses de la dirección pueden entrar en conflicto con los intereses del resto de la compañía (Weil, Gothshal y Manges, 2002).

Se recomienda, por tanto, la creación de una comisión ejecutiva, una comisión de auditoría, una comisión de cumplimiento, una comisión de nombramientos y una de retribuciones. La comisión ejecutiva debe integrar tanto consejeros internos como externos, mientras que las demás deben estar compuestas en su mayor parte por consejeros externos con el fin de llevar a cabo un control más eficiente sobre la dirección (Guerras y Navas, 2015). Otros autores plantean la necesidad de que comisiones como las de auditoría, nombramientos o retribución, estén formadas sólo por consejeros externos, e idealmente en la proporción en que los dominicales y los independientes están dentro del consejo (Ferrándiz y Gil-Casares, 2004). La finalidad de esta recomendación es evitar situaciones de conflicto de interés basadas en información privilegiada. Yermack (1997) encuentra evidencia de que una mayor independencia de la comisión de retribución reduce la tendencia de adjudicar *stock options* ante previsiones de un incremento en el precio de las acciones a corto plazo. En este sentido, los códigos de buen gobierno de diferentes países coinciden en que los consejeros no ejecutivos y, en particular, los independientes tengan un papel especial en el funcionamiento de estas comisiones.

Es destacable, a la par que deseable, la importancia que recibe la comisión de auditoría, ya que es la encargada de revisar los estados financieros de la empresa e informar en el consejo de administración sobre los resultados de los procesos de auditoría interna (Weir y Laing, 2000; Davies y Hopt, 2013), jugando un papel clave en la protección de los intereses de los accionistas y generando una mayor confianza en los inversores (Weil et

al., 2002). Por tanto, conferir un mayor protagonismo a los comités de auditoría desplazaría la función contable a un órgano independiente y especializado, garantizando una menor discrecionalidad directiva y mayor refuerzo de los mecanismos de control y supervisión. Anand, Milne y Purda (2010) encuentran evidencias, para una muestra de empresas canadienses, de que es más probable que las comisiones de auditoría y compensación estén exclusivamente formadas por consejeros independientes, si el consejo a su vez está dominado por independientes.

### **La participación accionarial de los internos: directivos y consejeros**

No basta la existencia de externos en el seno del consejo para garantizar un control efectivo, ya que la adopción de una posición de connivencia con la dirección también es fruto de la pasividad o falta de motivación de los consejeros externos a la hora de desempeñar su función (Delgado, 2001), siendo útil la participación accionarial de este tipo de consejeros como incentivo para controlar la actuación de los ejecutivos y alinear sus intereses con los accionistas (Jensen y Meckling, 1976; Jensen, 1993; Sappington, 1991; Shivdasani, 1993).

Como señalan Jensen y Meckling (1976), la participación accionarial de los directivos constituye un medio para alinear los intereses entre la alta dirección y los accionistas y solventar el problema de agencia derivado de la separación de la propiedad y el control. Los posibles comportamientos oportunistas de los directivos y consejeros disminuirán cuanto mayor sea su participación en la propiedad de la empresa, ya que sus decisiones estarán vinculadas directamente con su riqueza personal, por lo que parece una posible solución a los comportamientos oportunistas de los denominados internos, llevando a un comportamiento tendente a la maximización del valor de la empresa (Chaganti y Damanpour, 1991; Mehran, 1995; Alonso y De Andrés, 2002; Mínguez y Martín, 2003). Diferentes autores han identificado la propiedad en manos de los miembros del consejo de administración como un síntoma de buen gobierno empresarial (Gompers, Ishii y Metrick, 2003; Bebchuk, Cohen y Ferrel, 2009), encontrando evidencia empírica de que en las empresas con esta práctica de buen gobierno es más probable que ocurra una destitución del equipo directivo en caso de obtener malos resultados empresariales (Bhagat y Bolton, 2008). Por otra parte, una mayor participación en el capital de los

directivos hace disminuir la posibilidad de éxito de una Opa hostil, ya que el equipo directivo será más capaz de oponerse a la toma de control, obligando a los compradores a pagar primas más altas si quieren seguir adelante con la Opa (Stulz, 1988).

Sin embargo, esta potencial solución puede tener otros posibles resultados menos favorables. Por una parte, puede suponer una menor creación de valor cuando los directivos presenten determinada aversión al riesgo y opten por seguir políticas no maximizadoras de valor; por otra parte, puede limitar la actuación supervisora del resto de los accionistas, cuando la participación sea muy alta y los internos posean suficiente poder de voto para garantizar su empleo; asimismo, cabe la posibilidad de que se produzca una reducción en la liquidez de las acciones, ya que una elevada propiedad en manos de internos incentiva a éstos a estar mejor informados, lo que repercute en un mayor conocimiento del futuro precio de las acciones, de tal modo que el mercado penaliza esta asimetría informativa disminuyendo la liquidez (Mínguez y Martín, 2003); por último, también puede producirse un efecto de atrincheramiento de los directivos con alta participación en la propiedad, generando un efecto negativo sobre el valor de la empresa y acentuando las diferencias entre éstos y los accionistas (Morck, Shleifer y Vishny, 1988; Weisbach, 1988; Fernández y Gómez, 1999). Morck et al. (1988) encontraron evidencia de la existencia de dos puntos de inflexión en la relación entre la propiedad en manos de internos y el resultado, de tal forma que afecta positivamente por encima del 5%, entre el 5% y el 25% de la propiedad se reduce el valor debido al efecto atrincheramiento, y por encima del 25% no encuentran ningún efecto en el resultado.

### **La remuneración no vinculante**

La remuneración no vinculante para el conjunto de los consejeros es un requisito necesario para la independencia del consejo de administración, de tal manera que en su conjunto sea una cifra moderada, basada en la aportación de las personas, y sin relación directa con los resultados a corto plazo de la compañía. Asimismo, en la medida que la retribución lleve un componente ligado al capital de la empresa, se unirán de forma más clara la retribución de los consejeros con el devenir de la compañía (Ferrándiz y Gil-Casares, 2004).

En general, los códigos de buen gobierno son partidarios de que la remuneración de los consejeros no dependa de los resultados de la empresa, llegando incluso algunos a recomendar que la remuneración de los consejeros externos no conlleve planes de pensiones u opciones sobre acciones, con el fin de evitar la creación de incentivos impropios (Weil et al., 2002).

### **Reuniones sin la presencia de consejeros ejecutivos**

Por último, y siendo conscientes de que quedan en el tintero muchos aspectos relacionados con el consejo de administración, hacemos mención a otro aspecto relevante para la independencia del mismo: las reuniones del consejo sin la presencia de consejeros ejecutivos.

Tal y como señalan Ferrándiz y Gil-Casares (2004:165), si bien las comisiones han de tener acceso a los diferentes directivos de la compañía en aquellos aspectos que les concierne según su función en la empresa, se favorecerá el resultado de estas reuniones si los directivos pueden expresar su opinión de forma libre sin la presencia de su máximo responsable, fomentando así una mayor confianza entre esos directivos y los miembros del consejo de administración.

#### **1.4.1.2 La junta general de accionistas y la estructura de propiedad**

La junta general de accionistas es el órgano que permite coordinar la acción de los propietarios. En ella los asistentes pueden hacer uso de su derecho de voto para decidir y opinar sobre los asuntos relevantes para la empresa, entre los que se incluyen la posibilidad de sustituir a los miembros del consejo de administración, cuando éstos no realizan correctamente la función de supervisar a los directivos. La junta general de accionistas ocupa un lugar destacado entre los órganos de gobierno corporativo, considerada en España, por el Informe Aldama (Aldama, 2003), como el órgano soberano a través del cual se articula el derecho fundamental del accionista a intervenir en la toma de decisiones esenciales de la empresa, por lo que debe facilitarse la expresión de sus intereses a través de su arma más poderosa, el voto.

Los accionistas tienen el derecho y el deber de participar en las juntas generales, decidiendo sobre los temas que el consejo de administración propone, por lo que se deberían articular los medios necesarios que les permitan manifestar su opinión a un coste razonable. En la práctica, la junta general de accionistas no ejerce el papel supremo que le corresponde, por lo que se hace necesario potenciar su papel como órgano básico de decisión y control (Aldama, 2004). La condición de accionista y su poder para tomar decisiones dentro de este órgano dependerá del porcentaje de participación que ostente cada uno y de las posibles restricciones al voto que la sociedad tenga recogidas en sus estatutos, pudiendo distinguir entre el núcleo duro de accionistas que poseen participaciones significativas del capital y los accionistas minoritarios.

La participación activa de los accionistas minoritarios en el proceso de toma de decisiones empresariales supone la generación de costes de información, de coalición y de presión, positivos (Watts y Zimmerman, 1986). Es decir, los individuos incurren en una serie de costes con motivo de la búsqueda de información relativa a cómo les afecta las decisiones empresariales; de igual modo, también se generan costes al organizarse en grupos de interés y presionar con el fin de hacer cumplir sus intereses.

Dada la poca probabilidad de que el voto de un único accionista afecte al resultado final de un proceso de toma de decisiones, la motivación de esta persona, para buscar información relativa a dicho proceso, también será poca. En la mayoría de las ocasiones, los costes de búsqueda de información son sustancialmente mayores a los beneficios inherentes a estar informado, lo cual justifica la formación de grupos interesados en el proceso de toma de decisiones, ya que se generarán economías de escala que darán lugar a una reducción del coste de información por individuo (Arruñada, 1990).

En definitiva, los accionistas individuales tienen escasos incentivos para presentar, por ejemplo, una moción de censura en la junta general de accionistas contra los administradores, ya que los accionistas disconformes son los que soportan los costes iniciales de descubrir los problemas en la gestión y de poner en marcha dicha iniciativa, mientras que los beneficios de mejorar la tarea de los directivos, a través de una efectiva supervisión, repercuten en todos los accionistas por medio de un mayor precio de las acciones, es el denominado problema del *free rider* o polizón (Salas, 2002).

## **La estructura de propiedad de la empresa**

La estructura de propiedad de una empresa viene determinada por el grado de concentración o dispersión de la propiedad, es decir, de la existencia o no de grandes accionistas; de la naturaleza y tipología de dichos accionistas; de la participación accionarial de los denominados internos, directivos y consejeros; y del funcionamiento de la junta general de accionistas. Todas estas características de la propiedad determinan los incentivos que pueden llegar a tener los accionistas para supervisar y controlar la actuación de la dirección.

Una estructura accionarial concentrada, donde el capital social de la empresa se encuentra repartido entre uno o varios accionistas importantes, supone un importante mecanismo de supervisión y control de la actuación del equipo directivo, ya que poseen mayores incentivos y mayor poder para evaluar a los gestores que los grupos de accionistas minoritarios. El tamaño de su inversión y los beneficios que pueden obtener compensan los costes de información y de control en que tienen que incurrir. En definitiva, la presencia de grandes accionistas dentro de la estructura de propiedad de la empresa limita el ejercicio de la discrecionalidad directiva, incidiendo positivamente sobre el valor a largo plazo de la empresa, y permite superar el problema del polizón o *free rider* que se presenta en las operaciones de oferta pública de adquisición de acciones (Shleifer y Vishny, 1986; Morck, et al., 1988; Franks y Mayer, 1997).

La pasividad del pequeño accionista es inevitable (Black, 1997). Los accionistas minoritarios poseen escasos incentivos para supervisar y evaluar la labor de los gestores ya que las ganancias esperadas de la supervisión no superan a los costes asociados, ni compensan el esfuerzo de coordinación que supone la actuación colectiva de todos ellos (Black, 1997; Fernández y Gómez, 1999; Delgado, 2001).

La principal razón por la que los inversores proporcionan financiación externa a la empresa es porque reciben a cambio derechos de control y económicos sobre ella. Sin embargo, el marco institucional y el sistema legal de cada país determinan la protección legal que se da a los inversores, por tanto, cuando el sistema legal no proporciona la protección legal suficiente a los accionistas minoritarios, la mejor forma de conseguir



derechos de control efectivo, a través de los derechos de voto, es convertirse en accionistas principales adquiriendo paquetes importantes de acciones (Shleifer y Vishny, 1997a).

No obstante, la concentración accionarial no solamente se explica en función de los incentivos que proporciona para llevar a cabo una supervisión efectiva sobre el equipo directivo, sino que también facilita las condiciones para el establecimiento de contratos implícitos, ya que la viabilidad de los mismos requiere poder identificar a quienes participan en ellos, activando los mecanismos de reputación y confianza mutua y fomentando el compromiso y la estabilidad a largo plazo (Salas, 2002).

El problema que generan los grandes accionistas es que van a tender a representar sus propios intereses, ya que poseen la mayoría de los derechos de voto y, por tanto, de control en la empresa, pudiendo no estar necesariamente en consonancia con los intereses de los demás accionistas (Shleifer y Vishny, 1997a; La Porta, et al., 1999), u otros grupos de *stakeholders*, dando lugar a problemas de expropiación o distribución ineficiente de la riqueza (Fama y Jensen, 1983), a la vez que pueden interferir en actividades que por su naturaleza es mejor que realicen los directivos (Allen y Gale, 2000).

Por otra parte, con la concentración accionarial se eliminan las ventajas que genera la diversificación de la cartera de inversiones aumentando así el coste del capital invertido y perdiéndose oportunidades de inversión que permitan una eficiente asignación del riesgo, a la vez que disminuye la liquidez de la empresa en el mercado (Fama y Jensen, 1983); sin embargo, dicha pérdida no es comparable con la renuncia al control sobre la dirección (Shleifer y Vishny, 1997a).

En definitiva, la concentración de la propiedad en manos de grandes accionistas puede tener un doble efecto sobre la reducción de los costes de agencia y la creación de valor en la empresa, por una parte disminuirá los costes de agencia derivados de la separación entre propiedad y control, pero por otra incrementará los costes de agencia derivados de la expropiación de riqueza (Chirinko, Van Ees, Garretsen y Sterken, 2003), a la vez que

el problema de agencia se traslada a la relación entre pequeños y grandes accionistas (Johnson, La Porta, López de Silanes y Shleifer, 2000).

A pesar de estas limitaciones, Shleifer y Vishny (1997a) concluyen que algún grado de concentración de la propiedad junto con la protección legal que se otorga a los inversores son elementos complementarios para lograr un sistema de gobierno corporativo eficiente y que el éxito de los sistemas de gobierno depende de la combinación eficiente de ambos elementos. De hecho, según Roe (2000) la concentración de la propiedad suple una deficiente protección legal del accionista minoritario, en aquellos marcos institucionales en los que el sistema legal no la proporcione de manera suficiente.

### **La naturaleza del accionista**

La identidad de los grandes accionistas determina el grado de control ejercido y la eficiencia de la supervisión, pudiendo tener importantes implicaciones en el gobierno de la empresa (Prowse, 1994). Nos podemos encontrar con diferentes tipos de accionistas, como son los bancos, compañías de seguros, fondos de inversión y de pensiones, fundaciones, empresas, individuos, familias o el Estado, los cuales tienen diferentes objetivos, así como diferentes capacidades e incentivos para ejercer un control sobre la dirección (Demsetz y Lehn, 1985).

Combinando diferentes aspectos de la estructura de propiedad de las empresas, Holderness y Sheehan (1988) comprueban cómo las empresas cuyos accionistas mayoritarios son individuos son de menor tamaño que aquellas empresas donde el accionista principal es otra sociedad o empresa, por lo que el tamaño de la empresa y la naturaleza del accionista unen sus efectos sobre la estructura de la propiedad, condicionando el efecto supervisor ejercido sobre la dirección. La empresa individual o familiar suele presentar un alto grado de concentración de la propiedad, lo que supone un incentivo para controlar a la dirección (Shleifer y Vishny, 1986), dando lugar a una concurrencia entre propiedad y control que, a su vez, genera conflictos de agencia de diferente naturaleza a lo largo de las generaciones , considerándose la sucesión como

uno de los principales desafíos a los que se enfrentan las empresas familiares (Blanco, 2010).

La existencia de entidades financieras dentro del accionariado pueden condicionar la política de endeudamiento de la empresa, propiciando que la financiación externa de la sociedad se contrate con ellas y no con otros intermediarios financieros y generando una política de inversión más conservadora que garantice el pago de dicha deuda. Un tipo concreto de propietarios lo constituyen los denominados accionistas institucionales. Los fondos de inversión, fondos de pensiones, mutuas y compañías de seguros concentran la mayor parte de las acciones emitidas por las sociedades que cotizan en bolsa en los países anglosajones, siendo los precursores del proceso de cambio sufrido en las estructuras de dirección de las grandes sociedades. Este tipo de inversores se especializa en la gestión de carteras altamente diversificadas y no en la gestión o asesoramiento de las empresas en las que invierten, con el único objetivo de maximizar el retorno de dichas inversiones (Mataix, 1997). Se trata, por tanto, de una propiedad muy dispersa, ya que participan en un gran número empresas, pero el porcentaje de cada participación es muy reducido. A pesar del control que los inversores institucionales podrían realizar sobre la dirección de las empresas en las que invierten, tradicionalmente, y hasta hace poco tiempo, se les ha considerado como inversores pasivos y poco motivados para involucrarse en la supervisión.

Para Salas (2002:166-167) son tres las razones que pueden llevar a los inversores institucionales anglosajones a no involucrarse activamente en la supervisión de las empresas en las que participan. En primer lugar, la competencia entre los distintos inversores institucionales, ya que hablamos de un número elevado de pequeños inversores que esperan que su participación en los fondos suscritos les genere una alta rentabilidad con un mínimo riesgo, es decir, piden una adecuada diversificación de su inversión y no la participación directa en la gestión de esas empresas. Este hecho genera múltiples conflictos entre los intereses de los inversores que depositan sus fondos y los intereses de la institución gestora. En segundo lugar, la participación activa de los inversores institucionales en la marcha de las empresas generará el conocido problema del *free rider*, obligándoles a compartir la mejora en los resultados con el resto de

inversores, pero no los costes de supervisión y control. Por último, la información privilegiada en manos de los inversores institucionales activos genera una pérdida de liquidez derivada de la inmovilización de su participación accionarial, ya que su venta en el mercado sería interpretada como una mala noticia y haría bajar el precio de las acciones.

El activismo de los inversores institucionales también se puede interpretar desde otro punto de vista, a través de su participación activa en el mercado de capitales, que no en la gestión de las empresas en las que invierten. Para Aldo Olcese (2005:124) el mero hecho de vender las acciones de una compañía por un inversor institucional y la consecuente caída de su precio es señal suficiente para el mercado de la mala gestión de dicha empresa, así como el rechazo a comprar nuevas acciones de esa compañía, publicar el fracaso en las negociaciones llevadas a cabo con ella, o ejercer sus derechos de accionista para obstaculizar las decisiones del consejo. Sin embargo, esta pasividad que ha caracterizado a los accionistas institucionales parece haber cambiado en los últimos años en el mundo anglosajón, ya que las entidades gestoras de fondos de inversión y pensiones norteamericanos han asumido la defensa de los pequeños accionistas en las juntas generales, vigilando el comportamiento de los consejos de administración y equipos directivos de las empresas en las que invierten (Castrillo y Marcos, 2007).

Por otra parte, tal y como veremos más adelante al hablar del marco institucional, el origen del sistema legal imperante en cada país, también influye en la identidad de los accionistas y en su capacidad para supervisar, siendo más probable que en países anglosajones la propiedad esté más dispersa y si existe un accionista dominante éste sea un inversor individual o una familia, y que en otros países con mayor concentración de la propiedad los accionistas mayoritarios sean otras empresas o instituciones financieras, como en Alemania, o el Estado, como en los países cuyo sistema legal es de origen francés (Mueller, 2005).

En resumen, Bennedsen y Wolfenzon (2000) predicen que las empresas tienden a tener dos estructuras de propiedad contrapuestas, por una parte estructuras con un único y gran propietario con la mayoría de los derechos de voto o bien estructuras de múltiples

accionistas dispersos, de tal manera que dados los costes de agencia que genera la existencia de muchos y pequeños accionistas, las empresas pequeñas tendrán mayor probabilidad de tener un accionista mayoritario que las empresas grandes, y las empresas de gran tamaño tendrán mayor probabilidad de tener estructuras de capital complejas (Laeven y Levine, 2007).

Fernández y Gómez (1999) también concluyen que la relación existente entre la capacidad de supervisión sobre los directivos y la concentración de la propiedad tiene más que ver con las características e identidad de los propietarios que con las características de la propia empresa, por lo que la estructura de propiedad constituye un importante condicionante dentro del sistema de gobierno de la empresa.

#### **1.4.1.3 Los sistemas de remuneración basados en incentivos**

La vinculación *ex ante* de los intereses de los directivos con los de los accionistas, a través de una remuneración ligada a la creación de valor de la empresa, también trata de mitigar el comportamiento oportunista del equipo directivo, derivado de la existencia de contratos incompletos en los que no es posible especificar todas las posibles contingencias que se puedan dar en el desarrollo de su trabajo gestor.

Los sistemas de incentivos se establecen mediante la vinculación de la creación de valor de la empresa con la retribución variable del directivo, su participación en la propiedad, su carrera profesional o su permanencia en la empresa (Melle y Maroto, 1999). Estos incentivos incluyen, entre otros, revisiones salariales o bonificaciones en función de los resultados empresariales, destitución del equipo directivo si no se alcanzan las expectativas del accionariado, remuneración a través de acciones u opciones de compra sobre acciones, o la participación en planes de pensiones, entre otros.

Cuando el salario de los directivos, o la parte variable del mismo, se basa en la obtención de beneficios, los gestores con menor aversión al riesgo tenderán a realizar actividades maximizadoras de riqueza en el corto plazo, mientras que los gestores con mayor aversión al mismo preferirán una remuneración con el menor riesgo personal. En este sentido, la dirección puede llevar a cabo una valoración del riesgo diferente a la de los

accionistas, dado que estos últimos pueden diversificarlo y por tanto sufrir diferentes consecuencias del mismo (Cuervo, 2008).

La participación de los directivos en la propiedad de la empresa mediante la entrega de acciones u opciones sobre acciones, busca vincular de forma directa su retribución con el aumento del valor de acciones en el mercado, haciendo converger los intereses de directivos y propietarios (Douma y Schreuder, 2009). Las opciones sobre acciones favorecen la orientación de la dirección hacia la creación de valor a largo plazo, si se fija una fecha de ejecución alejada en el tiempo. Sin embargo, la mala evolución de los mercados financieros puede repercutir negativamente en la retribución del directivo cuando ésta se deba a factores no controlables por la dirección (Guerras y Navas, 2015).

Como complemento a los incentivos monetarios y de propiedad, también es posible incentivar al directivo vinculando su carrera profesional con el resultado de su gestión, promocionando si hay éxitos o amenazando con el despido si no se crea valor, aunque actualmente los directivos tienden a proteger su salida de la empresa con contratos blindados o paracaídas dorados que amortigüen la caída. A pesar de que los contratos de incentivos son adoptados por los accionistas, en la práctica, la formulación e implementación de los mismos se realiza bajo el control de los consejeros. Lo más aconsejable es que la función retributiva caiga en manos de consejeros externos, y así lo recomiendan los códigos de buen gobierno, ya que la intervención de consejeros internos u otros consejeros escasamente motivados para ejercer la supervisión adecuada, puede permitir que la dirección negocie con ellos la formulación de los contratos, incluyendo cláusulas beneficiosas para la dirección (Delgado, 2001). Sin embargo, es de esperar que la preocupación de los consejeros por su reputación en el mercado laboral constituya un fuerte mecanismo de motivación para la búsqueda de la alineación de intereses entre dirección, consejeros y propiedad.

#### **1.4.2 Los mecanismos externos de gobierno corporativo**

Los mecanismos externos se basan en el poder disciplinador ejercido por factores ajenos a la empresa sobre la actuación de la dirección, sin que ello suponga una decisión

interna por parte de la organización, por lo que también son considerados como mecanismos indirectos de control (Guerras y Navas, 2015).

Los mercados en los que la empresa desempeña su actividad, entre los que se encuentran el mercado de capitales, el mercado de compraventa de empresas, el mercado de trabajo de directivos y el mercado de bienes y servicios (Guerras y Navas, 2015; Romano, 2014), sirven como mecanismos de control del comportamiento de la gerencia penalizando aquellas actuaciones que se alejen de los intereses de los accionistas, así como del resto de *stakeholders*, a pesar de que la existencia de costes de transacción en los mismos no siempre permite conseguir con éxito esta función (Delgado, 2001).

La competencia en los mercados fuerza a las empresas a ser eficientes y disciplinar a los directivos (Douma y Schreuder, 2009). La interrelación existente entre las decisiones financieras y productivas de la empresa obliga a que los *stakeholders* financieros tengan en cuenta la posición de la empresa en el resto de mercados, de la misma manera que clientes, proveedores y trabajadores de la organización, deben tener en cuenta la situación financiera de la entidad con la que llevan a cabo sus contratos en sus respectivos mercados (Azofra y Fernández, 1999). De esta manera, los mercados se tienen mutuamente vigilados con el fin de conocer la posición que ocupa la empresa en cada uno de ellos y que redundará en la reputación global de la misma (Quevedo, 2001).

A parte de la supervisión ejercida por los mercados, existen otros controles externos como los ejercidos por parte de los acreedores, empresas de auditoría, analistas de valores y el Estado. A continuación, se revisan los principales mecanismos externos.

#### **1.4.2.1 El mercado de capitales y el mercado de control societario**

El carácter enajenable de las acciones en el mercado de capitales facilita que el accionista insatisfecho con la gestión salga de la empresa, proporcionando un mecanismo automático de control sobre la dirección, ya que la cotización refleja constantemente las consecuencias de las decisiones internas y los efectos del entorno sobre el valor de la empresa, a la vez que se posibilita el que otros inversores

alternativos puedan presentar sus ofertas de compra directamente a los accionistas (Arruñada, 1990)

Por tanto, el mercado de capitales valora el tipo de gestión llevada a cabo por los directivos de aquellas empresas que cotizan en bolsa, convirtiéndose en un indicador de su rendimiento. Los inversores reaccionan ante la información que les llega de las empresas, afectando a sus decisiones y reflejándose en la cotización de las acciones. Esto ocurre siempre que se asuma la eficiencia del mercado y cierta dependencia por parte de la empresa, es decir, que el mercado tenga la capacidad para que los precios incorporen rápidamente un cierto conjunto de información y la empresa tenga la necesidad de competir para captar fondos, ya que el mercado de capitales pierde capacidad de presión sobre el comportamiento de la dirección, si la empresa tiene elevadas tasas de autofinanciación (Fama, 1970; Cuervo, 2008; Guerras y Navas, 2015).

La existencia de inversores institucionales incrementa la eficiencia de los mercados y potencia su poder disciplinador, dado que actúan con mayor información que los accionistas individuales y tienen mayor capacidad para supervisar a la dirección, corregir conductas oportunistas e impulsar un cambio de dirección. Sin embargo, pueden darse comportamientos favorables a los directivos por parte de algunos inversores institucionales derivados de la existencia de otras relaciones entre ellos, cuando, por ejemplo, la empresa tiene un fondo de pensiones administrado por los mismos inversores institucionales que participan en su capital (Arruñada, 1990).

La presencia de un mercado de control corporativo eficiente desincentiva a los directivos a mantener la organización por debajo de sus resultados potenciales, ya que la empresa se vuelve más vulnerable ante posibles tomas de control (Marris, 1964; Manne, 1965; Jensen y Ruback, 1983). Este mercado tiene su fundamento en que si los directivos no consiguen maximizar el valor de la empresa, puede haber otros inversores externos interesados en comprarla, a través de una oferta pública de adquisición, y reemplazar a su equipo directivo actual por otro que mire más hacia los intereses de los accionistas y no a los suyos propios.



La existencia de un mercado externo, en el que se compra y vende el control de las sociedades, fomenta la competencia entre equipos directivos por la gestión de los recursos empresariales y reduce los costes de agencia de la relación entre accionistas y directivos (Arruñada, 1990), constituyendo un poderoso mecanismo de control sobre la dirección, ya que permite obtener a cambio una elevada recompensa (Salas, 2002).

Así lo muestran diversas investigaciones, las cuales encuentran una relación inversa entre la destitución del primer directivo o CEO, como consecuencia de una toma de control y el valor de mercado de la empresa antes de dicho cambio (Hirshleifer y Thakor, 1994, 1998). Adicionalmente, también puede producirse una rotación de los directivos cuando se hace frente a una OPA hostil, recomprando las acciones con el fin de frenar la absorción, siendo en este caso el consejo de administración el que lleva a cabo el cese del equipo directivo. Ambos casos ocurren, en mayor medida, en aquellas empresas cuyo consejo de administración está dominado por internos, poniéndose de manifiesto que las tomas de control sirven como mecanismo de control alternativo a la función de los consejeros externos (Kini, Kracaw y Mian, 1995), incluso cuando la OPA no llegue a buen fin, ya que se propiciará un cambio en el comportamiento del consejo de administración (Hirshleifer y Thakor, 1994).

A pesar de que en este mercado no se intercambian bienes, sino el control de empresas cotizadas, su eficiencia depende, al igual que en el resto de los mercados, del coste de realizar dichas transacciones. Por tanto, el intento de controlar una compañía, por parte de los denominados *tiburones*, se llevará a buen fin, no sólo si son capaces de un mejor empleo de sus activos, sino si, además, prevén obtener una rentabilidad superior a los gastos incurridos para obtener ese control (Arruñada, 1990).

Las tomas de control hostiles pueden no ser tan rentables como parece en un principio, ya que llevan asociados otros problemas como puede ser la existencia de *free riders* o pasajeros sin billete. Nos referimos a aquellos accionistas minoritarios que no venden sus acciones y se benefician de la toma de control, viendo como sus acciones se revalorizan en el mercado con el nuevo equipo directivo, mientras los costes de identificación de la empresa objetivo y de lanzamiento de la oferta son afrontados por la sociedad compradora (Grossman y Hart, 1980). A parte de los costes de transacción

inherentes a la identificación de las empresas mal gestionadas y la consecuente negociación, hay que añadir la prima sobre el valor de las acciones que es preciso ofrecer a los actuales inversores, así como las inevitables pérdidas que resultan del proceso de integración (Melle, 1998), las minutas de abogados o los costes bancarios.

El principal problema que surge en el lanzamiento de una OPA hacia una empresa con capital disperso es la falta de coordinación de los accionistas minoritarios, lo que se denomina el problema de acción colectiva. En este caso, el potencial comprador tiene que buscar mecanismos para conseguir comprar el paquete suficientemente grande de acciones a un conjunto de accionistas dispersos para poder ejercer el control efectivo de la empresa (Campa, 2008)

Por último, señalamos que las tomas de control son un fenómeno de naturaleza cíclica, muy ligado a aspectos coyunturales como el precio del dinero o la cotización de las acciones (Prowse, 1994), siendo más numerosas en aquellos países en los que el mercado de capitales es más líquido y eficiente. Además, es importante recordar que muchas de las tomas de control no se producen porque la empresa objetivo esté mal gestionada sino como parte de la estrategia de crecimiento de la empresa adquirente, y que un gran número de OPAS son amistosas y sobre empresas ya participadas (Fanjul, 1998).

#### **1.4.2.2 El mercado de trabajo de directivos**

De la misma manera que el mercado bursátil valora la gestión llevada a cabo por los directivos de las empresas cotizadas, el mercado de trabajo de directivos valora los conocimientos, experiencias y reputación adquiridos a lo largo de su vida profesional, dependiendo, dicha valoración, de los resultados obtenidos por las empresas en las que hayan desarrollado su actividad (Fama y Jensen, 1983a, 1983b).

El mercado de trabajo actúa de forma combinada con los mercados de capitales y de control corporativo, dando lugar a una relación entre los resultados empresariales, la cotización de las acciones y la reputación del directivo en el mercado de trabajo. El cese de un equipo directivo por un comprador o la caída de la cotización de las acciones en el mercado de valores son indicadores de la mala actuación de los directivos a la hora de

maximizar el valor de la empresa en el mercado, emitiéndose señales al mercado que devalúan el capital humano de los directivos (Milgrom y Roberts, 1993).

Sin embargo la valoración de dicho capital humano pueda depender de otros factores personales no controlables, tales como la popularidad o el propio azar (Guerras y Navas, 2015), así como la valoración de una empresa por el mercado de capitales puede estar condicionada por otros factores ajenos al desempeño o la reputación de la dirección. Aggarwal, Dahiya y Prabhala (2015), encuentran evidencias de la reducción de oportunidades en el mercado de trabajo de aquellos directivos que no han sido elegidos por parte de los accionistas en las elecciones al consejo de administración.

Dado el efecto que el ranking ocupado en el mercado de trabajo pueda causar en la vida profesional actual y futura de los directivos, éstos tienden a proteger su salida de la empresa a través del blindaje de contratos, con el fin de compensar la pérdida de control de la organización y mitigar la caída de su prestigio y valía profesional. La indemnización de los directivos como consecuencia de la pérdida de su empleo en un cambio de control societario pretende alinear los intereses entre accionistas y directivos, ya que estos últimos pueden bloquear dicho cambio y requieren de incentivos para negociar satisfactoriamente la venta de la compañía (Arruñada, 1990). Aunque la propia organización debería ser la primera en defender y conservar los puestos de trabajo de sus directivos, ya que habrá invertido sus recursos en la formación y desarrollo de su carrera profesional, el cobro de la indemnización, una vez despedido el directivo, parece inducir a la destrucción del capital humano específico creado por la empresa (Jensen, 1986), de tal manera que la empresa deberá hacer nuevas inversiones en capital humano hasta llegar a los mismos niveles de productividad del anterior directivo (Milgrom y Roberts, 1993).

#### **1.4.2.3 El mercado de productos**

La competencia de las empresas en el mercado de productos finales también puede ser un indicador a la hora de evaluar la gestión llevada a cabo por la dirección, aunque bastante lento como para implantar medidas correctoras, ya que aquellas empresas que no oferten los productos deseados por los consumidores, a un precio satisfactorio,

desaparecerán. Una fuerte competencia en el mercado de productos fuerza a los directivos a perseguir mejores resultados, ya que si no lo hacen la empresa puede quebrar y éstos perder su empleo (Scherer, 1980; Hart, 1983).

En mercados de competencia perfecta, la empresa debe maximizar su valor mediante la asignación óptima de sus recursos, de forma que si un factor, como el trabajo directivo, obtiene una remuneración superior a su aportación, la supervivencia de la empresa puede verse condicionada. Sin embargo, la mayoría de los mercados son claramente imperfectos, lo que permite una mayor discrecionalidad directiva y una asignación menos eficiente de los recursos, dado que la posibilidad de actuar sobre los precios originará unos beneficios superiores a los normales.

#### **1.4.2.4 El control de los acreedores**

La deuda de la empresa puede ser también un instrumento disciplinario muy poderoso de las acciones de los directivos, ya que supone exponer al directivo al riesgo de tener que entregar el control de la empresa por incumplir las cláusulas de endeudamiento (Salas, 2002; Tosun y Senbet, 2014). La deuda implica realizar unos pagos periódicos a lo largo del tiempo, intereses pactados y devolución del principal, por lo que se reducen los fondos de libre disposición para los directivos, pues una parte de ellos debe destinarse a pagar dichas cuotas (Jensen, 1986; Grossman y Hart, 1980; Fernández y Gómez, 1999). De esta manera, una deuda elevada sirve de mecanismo disciplinador de los directivos y administradores, siendo necesaria una menor vigilancia por parte de los accionistas y sirviendo de sustitutivo a la concentración de la propiedad como mecanismo de control (Crespí, 1998), aunque según Novaes y Zingales (1998) la elección óptima de la deuda desde el punto de vista de los accionistas difiere de la elección óptima hecha por los directivos. El vencimiento de la deuda también puede tener un efecto en el gobierno de la empresa, pudiendo llegar a sustituir el control ejercido por otros mecanismos internos como el consejo de administración (Tosun y Senbet, 2014).

El conflicto de intereses entre accionistas y directivos en relación con la política de financiación de la empresa proviene de tres fuentes (Bhagat y Bolton, 2008): por un lado, los accionistas están mucho más diversificados que los directivos, quienes a pesar

de tener acciones de la empresa tienen su capital humano vinculado con ella (Fama, 1980); por otra parte, un elevado nivel de deuda obliga a los directivos a trabajar más duro para poder hacer frente al pago de dicha deuda (Jensen, 1986); y, por último, los directivos pueden estar tentados a incrementar la deuda de la empresa más de lo deseable en busca de un aumento de su poder de voto y poder reducir así la probabilidad de una Opa y su consecuente despido (Stulz, 1988; Fernández y Gómez, 1999).

Las decisiones de inversión, por parte de los acreedores, suponen un análisis previo de los proyectos que se van a financiar, por lo que solamente se financiarán aquellas inversiones que aumenten el valor de la empresa. Esto hace pensar que las empresas más endeudadas son las que transmiten mayores perspectivas de creación de valor. Sin embargo, la información que la deuda proporciona al mercado puede llevar a que determinadas empresas aumenten su endeudamiento, aun cuando no existan razones para hacerlo (Azofra y Fernández, 1999). Por otra parte, la quiebra de una empresa supone una gran amenaza para la posición profesional y social de los directivos, por lo que un mayor nivel de endeudamiento incentivará a los directivos a actuar de acuerdo a los intereses de los accionistas y no en función de los suyos propios, con el fin de evitar la probabilidad de quiebra y la consecuente pérdida de su empleo y su prestigio (Melle, 1998).

Analizando la estructura de capital desde otra perspectiva, puede darse también una relación positiva entre la deuda y la discrecionalidad directiva. En empresas excesivamente endeudadas, puede ser que los directivos adopten procedimientos contables que incrementen el resultado empresarial cuando éste es pobre con el fin de hacer frente a las obligaciones de pago generadas (Watts y Zimmerman, 1986; Gul, Tsui, Su y Rong, 2002). Defond y Jambalvo (1994) analizan la dirección de resultados en empresas que han violado sus obligaciones de pago durante tres años y encuentran evidencia del uso de ajustes por devengo que incrementa el resultado en el año anterior al impago y en ese mismo ejercicio.

Otros estudios sobre la política de financiación y el gobierno corporativo también presentan contradicciones. Según Berger, Ofek y Yermack (1997), en la línea planteada

por Jensen (1986), los directivos atrincherados en sus posiciones tienden a evitar el endeudamiento dado que la deuda incrementa la disciplina directiva y limita los comportamientos discrecionales de la dirección. Sin embargo, John y Litov (2008) encuentran evidencia de la relación negativa entre el gobierno de la empresa, el atrincheramiento directivo y la deuda, encontrando que las empresas con un gobierno corporativo más débil y que protege menos a sus accionistas genera un mayor atrincheramiento directivo y genera un mayor endeudamiento de la empresa. Estos autores tratan de explicar esta relación positiva entre atrincheramiento directivo y deuda aludiendo a las políticas de inversión más conservadoras que siguen este tipo de directivos y que dan lugar a un acceso más fácil al mercado de deuda y a unas condiciones más asequibles. Asimismo, la falta de alineamiento de estos directivos con los accionistas, condiciona un acceso más costoso al mercado de capitales a la hora de buscar financiación.

A diferencia de la protección legal de otros aportantes de fondos como son los accionistas, cuyas contrapartidas monetarias son más inciertas y menos defendibles ante un tribunal, la protección legal de los acreedores es más efectiva, ya que el contrato de endeudamiento es más sencillo de verificar en caso de incumplimiento. A pesar de esto, los procesos de quiebra o suspensión de pagos recogidos en la legislación de los diferentes países no siempre suponen una restauración inmediata de los derechos de los acreedores.

#### **1.4.2.5 La auditoría externa independiente**

La información financiera, a pesar de no ser la única fuente de información disponible para los grupos interesados en la actividad desarrollada por las empresas, se considera un tipo de información que permite satisfacer las necesidades de los usuarios, al menos en lo relativo a los aspectos financiero y económico de las empresas (Giner, 1997), convirtiéndose, junto con la auditoría externa de la misma, en importantes mecanismos de control de la discrecionalidad directiva.

En un contexto contractual, la empresa tiene incentivos propios para producir información de calidad, sin la necesidad de que ningún organismo gubernamental fuerce

esta producción. El problema surge cuando el número de partes contratantes es elevado y disperso, como cuando existen muchos inversores con diferentes características. En estos casos la negociación se convierte en un proceso muy costoso.

Además de estos incentivos privados existen también los derivados de las fuerzas del mercado, tal y como hemos visto anteriormente, que les conduce a un mayor y mejor suministro de información sobre su empresa. El mercado de trabajo de directivos, el mercado de capitales y el mercado de control corporativo ejercen una presión sobre los gerentes de las empresas, quienes verán peligrar su puesto de trabajo si como consecuencia de su actuación empresarial se reduce el valor de la firma (Arruñada, 1998; Cuervo, 2008; Scott, 2003).

Sin embargo, y a pesar de estos argumentos, es improbable que con la influencia de las fuerzas del mercado las empresas suministren toda la información necesaria. Incluso, aunque así fuera, la existencia de fallos de mercado, como el carácter público de la información<sup>8</sup>, las externalidades que genera o los fallos de información, provocan una falta de unanimidad entre las decisiones informativas de los gerentes y los intereses de los inversores, lo que motivará que estos últimos demanden regulaciones que les protejan en mayor medida (Arruñada, 1998; Scott, 2003).

La contabilidad se perfila como un instrumento de control del cumplimiento del contrato, facilitando la vigilancia y fiscalización de las relaciones entre accionistas y directivos, cuyas cifras contables son empleadas para condicionar a los directivos, de tal forma que su conducta se mantenga dentro de los términos estipulados en el contrato (Arruñada, 1990), y las auditorías juegan un papel fundamental en la certificación de dichos estados contables, contribuyendo al buen funcionamiento de los mercados de capitales (Douma y Shreuder, 2009).

La demanda de la auditoría surge con el fin de garantizar que la información contable, elaborada con carácter unilateral, bajo el control de los directivos en las grandes sociedades anónimas, o del empresario individual en las empresas más pequeñas,

---

<sup>8</sup> La información se considera como un bien público ya que su uso o consumo por una persona no disminuye la posibilidad de que sea utilizada por otros, justificándose la intervención del Estado cuando la cantidad de información suministrada por las empresas es insuficiente (Arruñada, 1990).

represente la imagen fiel de la situación económica y patrimonial de la empresa, y que los contratos con agentes externos a la misma sean respetados. Por lo tanto, su revisión por parte de un auditor externo independiente le confiere una mayor fiabilidad, de cara a aquellas partes interesadas que no han participado en su elaboración. La auditoría externa se presenta como un instrumento de control, en un contexto marcado por la existencia de información asimétrica y oportunismo contractual, (Arruñada, 1990, 1998), que facilita a los inversores, tanto actuales como potenciales, información de calidad sobre el rendimiento de los directivos.

### **1.5 LA REGULACIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO**

La intervención del Estado en el gobierno de las empresas, a través del nombramiento de comisiones encargadas de la elaboración de informes sobre cómo debe ser el gobierno de las sociedades y qué principios de buen funcionamiento deben adoptar las empresas cotizadas en bolsa, es una corriente extendida por todos los países desarrollados y puede constituir una importante fuente de control sobre la actuación de las empresas. La regulación de aspectos como la composición y funciones del consejo de administración, la separación de poderes dentro del consejo, la obligación de auditar las cuentas anuales, el funcionamiento de los mercados de capitales, las condiciones para salir a bolsa o cómo debe realizarse una operación de control corporativo, son, entre otros, cuestiones fundamentales para el diseño del resto de mecanismos de gobierno que sí quedan a disposición de las empresas.

Para Becht et al. (2003), son dos las razones fundamentales por las que se hace necesaria la regulación en gobierno corporativo. En primer lugar, es improbable que los accionistas e incluso el propio fundador de la empresa diseñen e implementen en su organización unos principios de gobierno corporativo eficientes, ya que tenderán a anteponer sus propios intereses sobre los del resto de partes interesadas en la empresa y que se encuentran ausentes de dicha negociación. Por otra parte, cuando el accionariado está disperso y los incentivos para involucrarse en la gestión y supervisión de la empresa son escasos, la regulación trata de superar el problema de la falta de acción colectiva con el fin de proveer a los accionistas de una mayor protección. Es decir,



según estos autores, la regulación en materia de gobierno corporativo surge con la necesidad de resolver los problemas de falta de acción colectiva cuando la propiedad está dispersa y de reconciliar los conflictos de intereses entre los diferentes participantes en la empresa.

La regulación en gobierno corporativo se hace necesaria desde el momento en que no existe una competencia entre empresas por ver quién tiene un mejor gobierno, ya que si dicha competencia existiera, la legislación no sería necesaria y los mercados controlarían sin la iniciativa del Estado.

El tratamiento que puede darse a la regulación es amplio, si bien, el número de hipótesis que tratan de explicar las razones de la intervención del Estado en la economía, pueden generalizarse en dos grandes teorías (Posner, 1974; Fernández, 1985), la teoría del interés público y la teoría del interés privado, ya que, como indica Arruñada (1990), el papel del Estado puede analizarse bajo estas dos posturas contrapuestas, según las cuales su actuación, o bien responde al interés público, o es el resultado de la competencia entre grupos de interés privados por lograr redistribuciones favorables de riqueza.

La teoría del interés público parte de la consideración de que el Estado es capaz de representar el interés general y justifica la intervención del mismo en la existencia de fallos del mercado y en la búsqueda de la maximización del bienestar social (Serrano, 1995; Morck, 2014), de esta forma, la regulación económica del Estado surge como respuesta a la necesidad, demandada por una mayoría de público, de corregir las prácticas ineficientes de un mercado libre (Fernández, 1985). Por ejemplo, el fomento por parte de las administraciones de la denominada Responsabilidad Social Corporativa está llevando a las empresas, por iniciativa propia en algunos casos, a limitar las externalidades negativas que generan en el ejercicio de su actividad y a fomentar las positivas. Esto puede llegar a convertirse en una mera estrategia de marketing filantrópico si no se avanza hacia un modelo de empresa realmente global y social, donde se tenga en cuenta la suma neta de lo bueno y lo malo para el conjunto de *stakeholders*.

El segundo enfoque de la regulación pone un mayor énfasis en la existencia de grupos privados de presión organizados que compiten en el proceso político de decisión por lograr transferencias de riqueza de mano del Estado (Stigler, 1971; Peltzman, 1976; Watts y Zimmerman, 1986; Tollison, 1991). En contraposición con la teoría del interés público, en ocasiones, este intento por aprovechar el poder coactivo del Estado en beneficio privado, no tiene relación con el interés general, ni con la maximización del bienestar social.

La actitud del regulador respecto al gobierno de las empresas dependerá en gran medida de las estructuras de gobierno que imperen en cada marco institucional. Este aspecto se aborda en el Capítulo 2, el cual profundiza en el marco institucional como factor condicionante en el diseño de los sistemas de gobierno corporativo.

**CAPÍTULO 2**  
**EL MARCO INSTITUCIONAL Y EL GOBIERNO**  
**CORPORATIVO INTERNACIONAL**



## **2.1 EL MARCO INSTITUCIONAL: EL PUNTO DE PARTIDA EN EL DISEÑO DE LOS MECANISMOS DE GOBIERNO CORPORATIVO**

Parece evidente pensar que el sistema de gobierno corporativo de un determinado país y el predominio de unos mecanismos de supervisión frente a otros, bien sean de carácter interno o externo, estarán fuertemente influenciados por el marco institucional del entorno en el cual se desarrollan. Así lo corroboran numerosos trabajos (Roe, 2000, 2002a, 2002b, 2003, 2004; Francis, Khurana y Pereira, 2001; De Jong, DeJong, Mertens y Wasley, 2004; Denis y McConnell, 2003), dentro de la línea de investigación iniciada por Rajan y Zingales (1995) y La Porta et al. (1998, 2000a, 2000b), donde se ponen de manifiesto las diferencias existentes entre los distintos entornos económicos internacionales, así como la relevancia del marco institucional a la hora de tomar

decisiones en el seno de la empresa, ya que los problemas de agencia difieren en función del contexto en que tengan lugar, y sus posibles soluciones también (López de Foronda, 2004). Para Roe (2000:16) “las naciones con bajos costes de agencia necesitarán menos mecanismos de control”, es decir, cuando, por ejemplo, el conflicto entre directivos y accionistas sea diferente en un país que en otro, puede que no compense la utilización de los mismas herramientas para solucionarlo.

En palabras de Aldo Olcese (2005:49-50), “es necesario, para la existencia de un buen gobierno corporativo, un marco institucional adecuado que cree las condiciones necesarios para el desarrollo de las empresas y las expectativas privadas, siendo éstas la célula fundamental de una economía de mercado. Este marco institucional debe permitir que las empresas aprueben sus propias normas de gobierno interno y que los administradores respondan ante sus accionistas de sus actuaciones”.

Existen, pues, elementos concretos del marco institucional que influyen en la configuración de los sistemas de gobierno, manifestándose una variabilidad de dichos sistemas, mayor entre países o áreas de influencia (países anglosajones, Asia, Centro Europa) que entre empresas de un mismo país (Salas, 2002). En definitiva, el análisis institucional comparado de los diferentes sistemas de gobierno corporativo que actualmente conviven en el mundo busca identificar la variedad de caminos existentes para alcanzar el mismo fin, es decir, que las empresas, independientemente del marco institucional en el que se ubiquen, desarrollen su actividad de la forma más adecuada posible (Roe, 1997); aunque el entorno político e institucional en el que se desenvuelve la empresa, en especial la regulación y las normas legales a que se somete, sean determinantes para la elección de su sistema de gobierno (Salas, 2002).

El entorno institucional se ha definido como “el conjunto de normas básicas en aspectos sociales, políticos y legales que constituyen las bases de la producción, el intercambio y la distribución” (Davis y North, 1971; Williamson, 1996: 111). Esta definición permite desglosar el entorno institucional de un país en los siguientes elementos: los tres poderes (legislativo, ejecutivo y judicial), los intereses e ideología de la sociedad, las asociaciones creadas y las normas informales, y las capacidades administrativas (Martín, 1999:26). A continuación vamos a profundizar en algunos de estos elementos.

### **2.1.1 El sistema legal: la protección legal del inversor**

El sistema legal de un país se ha considerado un componente clave de su marco institucional, ya que servirá de base para el posterior establecimiento de cada una de las regulaciones promulgadas en el mismo. Por tanto, como parte del marco institucional que condiciona las transacciones entre agentes económicos, el sistema legal determina en gran medida la estructura del sistema de gobierno de las empresas y el puzzle de mecanismos que pueden utilizarse dentro del mismo. Para La Porta et al. (1997, 1998, 2000a) las diversas tradiciones legales entre los países son posiblemente la principal causa de diversidad entre sus gobiernos corporativos, siendo pioneros en el análisis conjunto de la protección legal del inversor y la concentración de la propiedad para casi cincuenta países.

La protección legal del accionista, fruto de la tradición legal de cada país, es un ejemplo claro de cómo se puede influir en la libertad contractual de las partes y de cómo algunas de las normas de intención protectora perjudican la actuación espontánea y gratuita de los instrumentos defensivos proporcionados por el mercado (Arruñada, 1990), condicionando así el sistema de gobierno corporativo de cada marco institucional y determinando el desarrollo y utilización de cada pieza del mismo.

La legislación de cada país determina los derechos específicos y la protección que los inversores disfrutan en su relación con las empresas, condicionando la estructura de propiedad y la financiación predominante en el mismo, y dando lugar a diversos conflictos y problemas de agencia, propios de cada entorno institucional y que tendrán que ser resueltos a través de un diferente desarrollo y combinación de los instrumentos y mecanismos de gobierno corporativo (La Porta et al., 1997).

El sistema legal delimita el alcance de las relaciones contractuales que se dan en las empresas, en particular los problemas de agencia entre directivos y aportantes de fondos o entre estos últimos entre sí, condicionando la utilización de los mecanismos de gobierno a disposición de la empresa (López de Foronda, 2004). Concretamente, una mayor protección legal del inversor condicionará el comportamiento directivo, limitando la adquisición de beneficios privados de control por parte de los denominados internos,

es decir, el desvío de la riqueza de la empresa hacia aquellas personas con capacidad para influir en las decisiones empresariales, a la vez que mitiga los posibles incentivos para maquillar los resultados (Hart, 1995; Leuz, Nanda y Wysocki, 2003; Djankov et al., 2008).

Tradicionalmente se distinguen dos sistemas legales básicos de los que han emanado otros secundarios, el sistema basado en el derecho romano o *civil law* y el sistema basado en la ley común o *common law* (David y Brierly, 1985), propios de los países de Europa continental, los primeros, y de los países anglosajones, los segundos. La protección legal de los inversores externos varía entre tradiciones legales, siendo mayor en los países adscritos a la *common law* que en los que pertenecen al ámbito del derecho romano o *civil law* (La Porta et al., 1997, 1998), de tal manera que los derechos de los accionistas minoritarios se ven arropados en mayor medida en los países anglosajones. Estas diferencias en el grado de protección accionarial son el origen de otras de naturaleza corporativa, como son las existentes en el grado de concentración de la propiedad, las cuales, a su vez, generan diferentes problemas de agencia que deben resolverse de distinta manera a través de los mecanismos de gobierno.

Los países cuya legislación tiene origen en la *common law* están asociados no solo a una mayor protección legal de accionistas y acreedores, sino que también lo están a un mejor funcionamiento de los mercados, a regulaciones e instituciones más transparentes, y a un mayor reforzamiento de las obligaciones contractuales, que los países de la *civil law*, en los cuales, por ejemplo, se da una ejecución menos eficiente de las deudas y una alta presencia del Estado en la propiedad de los bancos (La Porta, Lopez de Silanes y Shleifer, 2013).

La literatura sugiere que una mayor protección legal incrementa el valor de la empresa (Aggarwal, Erel, Stulz y Williamson, 2009; Dahya, Dimitrov y McConnell, 2008), incrementa el reparto de dividendos (La Porta et al., 2000a), facilita el acceso de la empresa a financiación externa (Demirguc-Kunt y Maksimovic, 2002), promueve la inversión en el extranjero (Leuz, Lins y Warnock, 2009), e incrementa la liquidez del mercado de capitales (Lesmond, 2005), entre otras conclusiones



La legislación de cada país determina los derechos específicos y la protección que los inversores disfrutan en su relación con las empresas, pero también condiciona el desarrollo de las instituciones públicas y de los mercados. La existencia o no de esa protección en un determinado país condicionará la estructura de propiedad y la financiación predominante en sus empresas, dando lugar a diversos conflictos y problemas de agencia, propios de ese entorno institucional y que tendrán que ser resueltos a través de un diferente desarrollo y combinación de los instrumentos y mecanismos de gobierno corporativo (La Porta et al., 1997).

### **2.1.2 El sistema político**

Al igual que el sistema legal, el sistema político se considera una de las variables determinantes del entorno institucional de un país. La noción de sistema político se refiere al conjunto de instituciones, organizaciones y procesos políticos que, caracterizados por un cierto grado de interdependencia, rigen y conforman la vida política de una determinada comunidad. Las fuerzas políticas de un país pueden interceder para que el estado se involucre en la propiedad de empresas cotizadas, controle al sector bancario o regule la actividad del mercado de capitales (Piotroski, Wong y Zhang, 2015).

Los sistemas políticos imperantes en cada país también generan efectos en el gobierno corporativo de las empresas, fomentando, de igual manera, una mayor o menor concentración de la propiedad, dado que la naturaleza de los sistemas electorales de cada país influye en la protección de los inversores y en su grado de concentración (Pagano y Volpin, 2005). Para Roe (2000) el empleo de unos u otros mecanismos de control depende de la naturaleza de los costes de agencia, siendo éstos últimos, a su vez, dependientes del sistema político. Este autor defiende que las democracias europeas son incompatibles con el modelo de empresa norteamericana, caracterizada por la dispersión del capital social, generándose, en este entorno, otro tipo de conflictos de agencia diferentes a los planteados por Berle y Means. Los accionistas de las empresas europeas tratarán de solventar sus problemas de agencia buscando otras formas alternativas de organización como es la concentración de la propiedad, en vez de

los mecanismos basados en la eficiencia de los mercados de capitales, como pueden ser las tomas de control, más habituales en Estados Unidos que en Europa.

Los propios partidos políticos gobernantes en cada país también pueden influir en el desarrollo de los sistemas de gobierno corporativo, siendo más o menos favorables a la utilización de un tipo de mecanismos de gobierno frente a otros<sup>1</sup>. Sin embargo, el impacto de partidos de una misma inclinación política puede ser diferente de un país a otro, dependiendo de los acuerdos institucionales y de las experiencias históricas que se hayan vivido en el mismo. Los partidos de izquierdas tienden a defender los derechos de los trabajadores más que los partidos conservadores, pero eso no permite concluir que favorezcan un mejor gobierno corporativo para las empresas (Höpner, 2003).

La influencia que puedan ejercer los grupos de interés en la legislación, a través de una mayor o menor contribución a las campañas electorales de los partidos, también varía de unos marcos institucionales a otros. Mueller (2005) parte de la hipótesis de que las contribuciones de un grupo de interés en una campaña electoral incrementa la probabilidad de obtener legislaciones favorables a sus intereses, para argumentar que los grupos de interés son más débiles en los países anglosajones, especialmente en Estados Unidos, que en los países de Europa Continental, ya que es menos costoso y más duradero apoyar a un partido político en un sistema parlamentario multipartidista, como Alemania o Austria, que tratar de ganarse los favores de un elevado número de congresistas, senadores e incluso presidente, en un sistema político como el norteamericano en el que lo que cuenta son los votos individuales que recoge cada candidato.

En definitiva, cada marco institucional fomentará el desarrollo de un tipo de organización estableciéndose una serie de pre-requisitos institucionales para que su funcionamiento sea eficiente. El modelo de empresa norteamericana necesita una serie de condiciones para existir y prosperar, como son (Roe, 2000:72-73): la capacidad institucional para controlar los costes de agencia, la cual se ve reducida o destruida en las democracias europeas; una contabilidad transparente; y, como así indican las

---

<sup>1</sup> En España, por ejemplo, se han visto diferentes inclinaciones del Partido Socialista Obrero Español (PSOE) y del Partido Popular (PP) sobre la OPA y contra OPA lanzadas sobre la energética ENDESA.

investigaciones más recientes, un sistema legal que proteja los intereses de los accionistas minoritarios. En ciertos países europeos, por otra parte, donde la propiedad está más concentrada, es habitual encontrar en los consejos de administración la presencia de consejeros directamente vinculados con la política, hecho que puede condicionar la cantidad y la calidad de la información suministrada al mercado (Bona, Pérez y Santana, 2014).

Vemos, como de forma conjunta, el sistema político-legal constituye un componente fundamental del entorno, ya que determinará, no sólo las reglas del juego para el desarrollo de la actividad económica, sino también cuestiones tales como la actitud del gobierno hacia las empresas, el nivel de regulación de las actividades económicas, el predominio de un modelo de empresa determinado, y, por tanto, la utilización de los mecanismos de gobierno más adecuados para cada caso. Las diferencias existentes entre distintos marcos institucionales son importantes ya que influirán en el comportamiento de los agentes económicos, condicionando las decisiones empresariales, incluso cuando se trate de sistemas estables y democráticos (Aguirre, Castillo y Tous, 2002).

### **2.1.3 Los intereses sociales**

Los aspectos económicos, jurídicos e institucionales, no son los únicos que condicionan la actividad de las organizaciones, sino que el entorno social también puede provocar alteraciones en los objetivos de las empresas y en las expectativas y demandas a cubrir de los diferentes grupos de *stakeholders* que participan en ellas (AECA, 2004).

Los intereses y la ideología de la sociedad, entre ellos los valores culturales, son otra fuente de influencia en el sistema de gobierno corporativo de las organizaciones de cada sociedad. Una característica esencial del sistema social de una nación es la inclusión de sus individuos en un sistema de normas consistentes con los valores compartidos por la mayoría de los grupos de ese país (Gray, 1988). Es este sentido Hofstede (1980, 1983) detectó cuatro elementos estructurales de la cultura de un país, en particular aquellos que afectan a las organizaciones e instituciones: individualismo frente a colectivismo, mayor o menor distancia al poder, mayor o menor incertidumbre, y masculinidad frente

a feminidad (Salter y Niswander, 1995). El individualismo o colectivismo determina el grado de interdependencia que los individuos mantiene con la sociedad; la mayor o menor distancia al poder refleja el grado en que los miembros de una sociedad aceptan que el poder en las instituciones y organizaciones está distribuido desigualmente; la mayor o menor incertidumbre es el grado en que los individuos de una sociedad se sienten incómodos ante la incertidumbre y ambigüedad; y la masculinidad frente a la feminidad hace referencia a la preferencia que puede tener una sociedad, bien por el heroísmo, la firmeza y los éxitos materiales, o bien por las relaciones sociales, la modestia, el cuidado del débil y la calidad de vida, respectivamente.

El reconocimiento de la naturaleza social de las organizaciones, por encima de los intereses de tipo económico o técnico, nos lleva a analizar las demandas hechas por otros grupos de interés diferentes a los directamente involucrados en la marcha de la empresa, como pueden ser la comunidad local y la sociedad en general, incluyéndose aquí las demandas que harían las generaciones futuras. La participación de nuevos grupos de interés en el juego del gobierno de la empresa implica la presencia de los principios de la responsabilidad social corporativa, es decir, la influencia de la responsabilidad social y medioambiental en los órganos que dirigen y controlan las organizaciones, con el fin de garantizar un desarrollo sostenible de la empresa. Sin embargo, la actual concepción de la responsabilidad social de las empresas se ha vuelto como un bumerán contra el sistema económico del libre mercado, acusando a las empresas de falta una conciencia social que puede acabar convirtiendo la verdadera responsabilidad corporativa en una estrategia de marketing social-corporativo (Olcese, 2005).

Los mercados todavía no valoran del todo la responsabilidad social corporativa ni un buen gobierno de las empresas, siendo los temas medioambientales pioneros en estas cuestiones, ya que parte de los trabajadores y consumidores no tienen en cuenta si una empresa cumple o no con el desarrollo sostenible a la hora de elegir si trabajan en ella o compran sus productos, o si realiza un reparto equilibrado del valor creado por todos. El día que el mercado descuenta realmente la información relativa al gobierno de las

empresas, el gobierno corporativo se convertirá en una fuente de ventaja competitiva (Rivero, 2003).

## **2.2 LOS MODELOS INTERNACIONALES DE GOBIERNO CORPORATIVO**

Tal y como se ha expuesto en el epígrafe anterior, el estudio y práctica del gobierno corporativo no puede desentenderse del contexto cultural, político-social y económico en que la empresa desarrolla su actividad (Olcese, 2005). El uso de mecanismos de gobierno tanto internos como externos no es independiente del entorno en el que se desenvuelve la empresa, sino que depende del marco institucional establecido en cada país (Cuervo, 2004; Douma y Schreuder, 2009).

La clasificación más básica de los patrones de gobierno corporativo existentes en los países más desarrollados es la que distingue entre el modelo anglosajón o modelo basado en los mercados, propio de países como el Reino Unido y Estados Unidos, y el modelo de Europa Continental, menos homogéneo que el anterior y donde también se encuentran similitudes con el caso japonés. Esta clasificación nos lleva a pensar que no es el grado de desarrollo económico de un país el que explica las diferencias en la estructura de propiedad, la estructura financiera y la gestión de las empresas (Salas, 2002), sino que son otras las razones que determinan la existencia de diferencias en la estructura de la propiedad, la composición del consejo de administración o la presencia de inversores institucionales, entre otras características.

Con carácter general, el patrón americano se ha identificado con un modelo de empresa de propiedad muy fragmentada entre inversores institucionales y accionistas minoritarios, tanto en lo que se refiere a los fondos propios como a la deuda, que opera en un mercado de capitales muy líquido. La liquidez del mercado permite que las operaciones de control corporativo se lleven a cabo de forma más eficiente, con el fin de garantizar el correcto comportamiento de los directivos y la búsqueda de la maximización del beneficio. El modelo europeo, cuya máxima representación ostenta Alemania, se caracteriza por un modelo de empresa de propiedad más concentrada, que opera en mercados menos líquidos que el anglosajón, donde se distinguen claramente dos tipos de inversores, el núcleo duro formado por inversores estratégicos y los

pequeños accionistas. Asimismo, la economía japonesa encuentra grandes similitudes con el modelo europeo de gobierno corporativo, aunque también mantiene sus características propias.

Ambos patrones de gobierno corporativo presentan ventajas e inconvenientes que producen distintos efectos sobre la eficacia del funcionamiento de las empresas (Fanjul, 1998). Los problemas y conflictos de intereses a los que hay que hacer frente en cada uno de ellos son diferentes, produciéndose entre directivos y accionistas en el caso americano y entre los distintos tipos de accionistas en el modelo europeo, de tal manera que los elementos del marco institucional de cada área de influencia determinarán los mecanismos de gobierno más eficientes para cada caso, condicionando en la configuración de los patrones de gobierno.

Cuando la propiedad está dispersa, como en Estados Unidos, el consejo de administración juega un papel fundamental como órgano de supervisión y control, con una alta presencia de consejeros externos, que serán independientes cuando no existan accionistas significativos. Sin embargo, cuando la propiedad está concentrada, como en el caso de Alemania y Japón, el consejo de administración pierden importancia, ya que el núcleo duro de accionistas tiene el incentivo suficiente para controlar a sus directivos. Sin embargo los marcos institucionales centroeuropeo y japonés contribuyen a que surjan diferencias significativas en gobierno corporativo a pesar de su aproximación inicial. En Alemania, por ejemplo, existe un consejo de administración dual, que por una parte supervisa y por otra gestiona, con una alta representación de los trabajadores de la empresa. En Japón, el consejo de administración está dominado por consejeros internos sin representación del grupo de trabajadores, por lo que la función supervisora de este consejo se considera poco desarrollada (Salas, 2002).

Los argumentos a favor o en contra de uno y otro modelo de gobierno han variado y siguen haciéndolo aún, en función del tiempo y del éxito relativo de las economías en las que se desarrollan, teniendo mayor aceptación el patrón continental en la década de los ochenta como consecuencia del crecimiento de las economías alemana y japonesa en comparación con la norteamericana, para ser posteriormente puesto en tela de juicio a finales de los noventa cuando la protección del accionista minoritario se reveló como

una de las grandes ventajas del modelo anglosajón (Hansmann y Kraakman, 2000; Becht et al., 2003; Azofra, 2004). En definitiva, la efectividad de los diferentes modelos de gobierno corporativo varía según el estado de desarrollo en que se encuentre cada país (Carlin y Mayer, 2003).

Una vez introducida la diversidad de patrones de gobierno corporativo, se pasa a analizar, a continuación, las diferencias fundamentales entre los modelos señalados para luego profundizar en la problemática europea y en los diferentes códigos promulgados en nuestro continente. Para Fanjul (1998:195-200), las diferencias entre los dos modelos básicos de gobierno corporativo, anglosajón y continental, se articulan en torno a aspectos como la importancia del mercado bursátil, la eficiencia de los mercados de capitales y el mercado de control, la inversión institucional y el control y la propiedad de las empresas. Si bien es cierto que dichos aspectos tienen una estrecha relación entre sí, ya se ha indicado en el capítulo anterior la relación entre la liquidez del mercado y la eficiencia de los mercados de capitales y mercados de control corporativo, o entre el nivel de inversión institucional y la concentración de la propiedad, esta revisión va a permitir identificar claramente las principales diferencias entre ambos patrones de gobierno.

### **2.2.1 La importancia de los mercados**

Por todos es conocida la importancia del mercado bursátil norteamericano, donde es normal que tanto medianas como grandes empresas coticen en bolsa, ya que es un indicador de éxito y consolidación empresarial (Fanjul, 1998). Este hecho se refleja en el gran número de empresas que cotizan en el mismo y en el alto porcentaje que la capitalización bursátil representa sobre el producto interior bruto. Sin embargo, en Europa, a excepción del Reino Unido que se mantiene más cerca del modelo anglosajón, el número de empresas que cotizan en bolsa es menor, así como su importancia relativa en el conjunto de la economía.

Este mayor desarrollo de los mercados de capitales anglosajones, donde predominan los accionistas institucionales, conlleva un mayor nivel de eficiencia en los mismos, atrayendo a un cada vez más elevado número de inversores y fomentando el desarrollo

de sectores punteros como el de la biotecnología, la informática o la información. Sin que se llegue a establecer una relación de causalidad entre liquidez y eficiencia (Olcese, 2005), sí es cierto que la mayor liquidez de estos mercados, en los cuales los inversores pueden comprar y vender con facilidad buscando optimizar el valor de sus acciones, se asocia con un mercado de capitales y de control corporativo más eficaces y con mayor capacidad supervisora que los existentes en las economías europeas. A su vez, las operaciones de toma de control van a ser más numerosas en los países anglosajones, donde la propiedad y el control de las empresas se transfiere en el propio mercado (Fanjul, 1998; Salas, 2002), hecho que, por ende, puede provocar una mayor tendencia cortoplacista en la dirección de las empresas anglosajonas, precisamente una de las principales críticas a este modelo (Becht et al., 2003).

Por otra parte, los mercados europeos, menos desarrollados y peor regulados que los anglosajones, no alcanzan la liquidez suficiente para que el mercado de control corporativo acabe de funcionar de una manera eficiente, sino que van a ser los accionistas significativos los que, en la mayoría de los casos, negocien la transferencia de la propiedad de la empresa y no tanto el mercado. Sin embargo, el desarrollo de los mercados institucionales domésticos y la creciente internacionalización de la inversión, también a través de inversores institucionales, supone un cambio en las estructuras de propiedad de las empresas europeas, fomentándose las operaciones de control corporativo, aunque en su mayoría sigan siendo amistosas.

Otras veces, la falta de eficiencia del mercado de control corporativo europeo no viene determinada tanto por la liquidez del mercado de capitales como por la actuación de los gobiernos, los cuales pueden poner trabas a aquellas operaciones de adquisición que no cumplan con las expectativas empresariales nacionales o no se realicen de manera amistosa, a través de regulaciones específicas que desincentiven al comprador o de *golden shares* que veten la operación<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> El caso Endesa es un claro ejemplo de intervenciones de este tipo. El Consejo de Ministros español modificó la ley por la que se rige la Comisión Nacional de la Energía, con el fin de vetar la contraopa lanzada por la alemana E.ON sobre Endesa. Por otra parte, el gobierno alemán también tiene regulaciones específicas que podrían vetar posibles OPAS sobre empresas alemanas del sector energético que pusieran en peligro los intereses estratégicos alemanes.



En definitiva, bajo el menor desarrollo de los mercados de capitales europeos subyace la existencia de regulaciones y leyes que limitan, entre otros, la participación de los accionistas en las juntas, el derecho de voto y las operaciones de toma de control, dando lugar a barreras a la inversión extranjera y a la creación de un mercado de capitales europeo único. Aun así, Europa ha experimentado un ligero incremento de este tipo de operaciones, por lo que son muchos los países europeos, que han llevado a cabo una reforma legislativa de las leyes que rigen las OPAS, dada la necesidad de actualizar la normativa legal de cada país a las leyes comunitarias y de abordar el tema con una mayor seguridad jurídica, ya que se trata de un largo y complicado proceso y con gran trascendencia financiera, política y social.

Por último, el mayor o menor desarrollo de los mercados también condiciona el modelo de financiación de unos y otros países, de tal manera que la financiación del modelo de gobierno anglosajón está basada en el mercado y la del modelo continental en la banca. En Estados Unidos y Reino Unido la financiación a largo plazo procede en su mayoría de los mercados de capitales y de la autofinanciación empresarial, mientras que en Europa Continental y Japón corresponde en mayor medida a la banca y no tanto al mercado ni a la autofinanciación (Andrés, Azofra, López y Rodríguez, 1996).

### **2.2.2 La concentración de la propiedad**

Una de las principales diferencias entre los dos patrones básicos de gobierno corporativo es la estructura de propiedad de sus empresas, consecuencia del distinto grado de protección legal que ambos marcos institucionales ofrecen al inversor (La Porta et al., 2000a). La relación entre la protección legal del inversor y la concentración de la propiedad ha sido contrastada en numerosas investigaciones (Classens, Djankov, Fan y Lang, 2002; Franks y Mayer, 1997; Franks, Mayer y Rossi, 2009). El patrón de gobierno anglosajón, americano y británico, es un modelo de propiedad dispersa, donde la mayoría de los accionistas son institucionales o minoritarios y se cumple la tradicional idea de Berle y Means (1932) sobre separación entre propiedad y control, mientras que en Europa Continental y Japón la propiedad está más concentrada y en manos de empresas, bancos y particulares (Salas, 2002), los cuales tienen mayores incentivos para ejercer un control más férreo sobre el equipo directivo.

Las empresas anglosajonas tienden a ser más independientes que las europeas, ya que no están controladas por ningún inversor individual, empresa o banco, grupo reducido de accionistas o grupo familiar, ni es habitual la existencia de participaciones accionarias cruzadas. En Europa Continental, donde los principales accionistas son otras empresas, son frecuentes los cruces de participaciones o estructuras piramidales y las grandes empresas suelen estar controladas por grupos de inversores estables (Franks y Mayer, 1997; Fanjul, 1998:197).

Como ya se comentó en el capítulo anterior existen argumentos tanto a favor como en contra de la concentración de propiedad. Entre las opiniones a favor se encuentran los mayores incentivos y mecanismos a su disposición que tienen los accionistas significativos para controlar la actuación de los directivos (Shleifer y Vishny, 1997a); la consecuente reducción de los costes de agencia derivados de la existencia de riesgo moral en los contratos; así como la eliminación del problema *free rider* propio de estructuras de propiedad dispersas (Shleifer y Vishny, 1986). Por otra parte, la concentración de la propiedad supone una menor diversificación del riesgo, por lo que se incrementa el riesgo asumido por los accionistas significativos; un mayor coste de oportunidad por el tiempo dedicado a supervisar al equipo directivo (Salas, 2002); una disminución de las posibilidades de negociación de las acciones contribuyendo a una menor liquidez de los mercados de capitales (Demsetz, 1968; Crespí, 1998:116); y un traslado del conflicto de intereses a la relación entre accionistas significativos y minoritarios, ya que los primeros pueden que traten de maximizar sus propios intereses tomando decisiones que supongan expropiaciones de riqueza del resto de inversores externos (Fama y Jensen, 1983b; La Porta et al., 1997; Crespí, 1998; Johnson et al., 2000; Chirinko et al., 2003) e incluso que se atrincheren en esa posición sin permitir transferencias de control a otros grupos (Morck et al., 1988).

El análisis conjunto de estas variables nos permite identificar claramente algunas de las características distintivas de los dos patrones de gobierno corporativo básicos, ya que las estructuras accionarias dispersas propias del modelo anglosajón, que dan lugar a una clara separación de la propiedad y el control, se mantienen gracias a la liquidez de los mercados de valores y la importancia del mercado de control corporativo. Mientras que

el modelo de gobierno de las empresas de Europa Continental, donde los mercados de capitales están menos desarrollados y el control de las sociedades a través de Opas es poco frecuente, la concentración de la propiedad es mayor con el fin de suplir las ineficiencias de los mecanismos externos de gobierno corporativo.

### **2.2.3 Participaciones accionariales cruzadas y relaciones con la banca: la inversión relacional**

La naturaleza de los inversores constituye también un importante factor discriminante de los modelos de gobierno corporativo anglosajón y europeo, ya que mientras que los inversores de Alemania, junto con la mayoría de países continentales, y Japón se reparten entre empresas, bancos<sup>3</sup> y particulares, en Estados Unidos predominan los fondos de inversión y de pensiones, compañías de seguros y los particulares, con ausencia total de acciones en manos de otras empresas (Franks y Mayer, 1997; Chirinko, et al., 2003; Salas, 2002).

La inversión relacional, más propia del modelo europeo que del anglosajón, supone la existencia de contratos implícitos dentro de la estructura de propiedad en los que los inversores se comprometen a mantener su inversión a largo plazo e incluso a aportar fondos adicionales si fuera necesario (Douma y Schreuder, 2009). Este tipo de inversiones están justificadas cuando existen interrelaciones y sinergias entre empresas, y suponen grandes dosis de paciencia y confianza, imposibles de reflejarse en contratos explícitos que resultarían excesivamente costosos (Salas, 2002). Los inversores relacionales suelen ser accionistas significativos y bancos en Alemania y Japón, y sociedades de capital riesgo en Estados Unidos.

Desde los años treinta del siglo XX, las regulaciones norteamericanas han tratado de evitar las concentraciones de propiedad y poder en el seno de las organizaciones, fomentándose el modelo de empresa descrito por Berle y Means en 1932. La presión legal que sufren las empresas de Estados Unidos les llevan a invertir insuficientemente

---

<sup>3</sup> Si bien la participación de la banca en el capital de empresas europeas y japonesas es una de las características de su estructura de propiedad, las investigaciones empíricas han comprobado que muchas veces no es común que dicha participación sea significativa, aunque sí lo es su presencia en el consejo de administración y su poder de decisión (Becht et al., 2003).

en contratos relacionales y a depender en gran medida del control del mercado, obligando a sus directivos a mantener una visión cortoplacista con el fin de evitar los posibles castigos del mercado de capitales. Esta falta de inversión relacional se debe en gran parte a las trabas de las normas legales, tanto estatales como federales, que dificultan la acción conjunta de los grupos de empresas, las relaciones a largo plazo entre bancos y empresas e incluso el tamaño de las propias instituciones bancarias (Bhagat, Black y Blair, 2004; Black, 1997), todo esto unido a la preferencia de las empresas norteamericanas por la integración vertical antes que por la inversión específica en y de otras empresas (Salas, 2002).

En Alemania y Japón son frecuentes las participaciones accionariales cruzadas entre empresas, así como las relaciones estrechas con la banca. La existencia de grupos de empresas, a través de las estructuras piramidales, permite reforzar los contratos implícitos que presiden las relaciones entre empresas que intervienen conjuntamente en un determinado proceso productivo. Sin embargo, las empresas alemanas también recurren en ocasiones a la integración vertical, por lo que los contratos explícitos que regula este tipo de transacciones serán también frecuentes en Alemania, aunque no en Japón.

Las relaciones a largo plazo entre empresas y banca, a través del *main bank* o banco principal en Japón y del *house bank* o banco de la casa en Alemania, generan una serie de ventajas en torno a la información disponible, ya que permiten mejorar la evaluación que los bancos hacen de las empresas y tomar mejores decisiones de préstamo (Mayer, 1988, 1996). Dicha información es particularmente interesante cuando la empresa pasa apuros económicos, ya que se disminuyen las asimetrías informativas a la hora de ayudar al saneamiento de la organización, permitiendo un control más estrecho de la actuación de los directivos, aunque eso suponga un elevado coste a corto plazo. Existe, sin embargo, un comportamiento diferente entre los bancos de Japón y Alemania en relación a este último aspecto, ya que es más clara la evidencia del papel de los bancos japoneses en el rescate de empresas con dificultades financieras que en el caso alemán (Mayer, 1996).

#### **2.2.4 Los inversores institucionales**

Las instituciones gestoras de fondos han experimentado un notable incremento, en las últimas décadas, en todas las economías desarrolladas, especialmente en Estados Unidos y Reino Unido donde constituyen el principal grupo de accionistas (Black, 1997; Goergen y Renneboog, 2001). Los fondos de inversión, fondos de pensiones, mutuas y compañías de seguros concentran la mayor parte de las acciones emitidas por las sociedades que cotizan en bolsa en los países anglosajones, siendo los precursores del proceso de cambio sufrido en las estructuras de dirección de las grandes sociedades.

Este tipo de inversores se especializa en la gestión de carteras altamente diversificadas y no en la gestión o asesoramiento de las empresas en las que invierten, con el único objetivo de maximizar el retorno de dichas inversiones (Mataix, 1997). Se trata, por tanto, de una propiedad muy dispersa, ya que participan en un gran número de empresas, pero el porcentaje de cada participación es muy reducido (Black, 1997).

A pesar del control que los inversores institucionales podrían realizar sobre la dirección de las empresas en las que invierten, se les ha considerado como inversores pasivos y poco motivados para involucrarse en la supervisión, a diferencia de los inversores relacionales de Alemania y Japón, limitándose a la venta de las acciones de aquellas empresas que no alcanzaban las expectativas generadas por el mercado y preocupándose más por la rentabilidad a corto plazo de sus inversiones que por la viabilidad de la empresa (Black, 1990, 1997; Roe, 1997). Esta circunstancia acentúa el conflicto entre propiedad y control y confiere una mayor discrecionalidad a los directivos que ven incrementado su poder dentro de la empresa (Goergen y Renneboog, 2001). Sin embargo, los inversores institucionales sí están legalmente obligados a actuar diligentemente con todos los activos depositados a su cargo, entre ellos los relativos a la propiedad de empresas, ya que son representantes y administradores de fondos ajenos, y no gozan de la libertad que tienen los accionistas individuales de ignorar los derechos y responsabilidades derivados de la condición de propietario de una empresa (Bilbao, 2003).

### **2.2.5 El consejo de administración**

A estas alturas, queda claro el papel supervisor del consejo de administración sobre la gestión llevada a cabo por los directivos de las empresas, sin embargo, dicha función no se desempeña con la misma intensidad en todas las empresas ni en todos los países. El tipo de propiedad predominante en cada uno de los modelos de gobierno corporativo da lugar a diferentes estructuras en sus consejos de administración, y por tanto, grados de supervisión y objetivos también diferentes.

Según los principios legales en los que se basa el modelo de gobierno corporativo anglosajón, el consejo de administración debe representar exclusivamente a los intereses de los accionistas (Williamson, 1996), y, por tanto, su función principal debe ser exclusivamente la supervisión del equipo directivo, sin necesidad de involucrarse en la gestión o toma de decisiones empresariales. La única manera de supervisar eficientemente la actuación de los directivos es a través de un consejo de administración dominado por externos, a ser posibles independientes, y con un mayor protagonismo en las comisiones de auditoría y retribuciones.

La dispersa estructura de propiedad de las empresas anglosajonas tiene mucho que ver con la composición de sus consejos, ya que en estos países predominan las sociedades cuyos accionistas son minoritarios o institucionales, con carteras de valores muy diversificadas, que pueden entrar y salir libremente de la condición de accionistas sin que ninguno de ellos participe activamente en la gestión de las empresas en las que participan (Roe, 1997). Este tipo de propietarios tiene pocos incentivos para controlar la actuación directiva y necesitan ser representados por consejeros externos e independientes en el seno del consejo que sirvan de contrapeso de los consejeros ejecutivos.

A pesar de las ventajas que inicialmente plantea la existencia de consejeros internos, dado el conocimiento que tienen de la marcha de la empresa, la estructura de propiedad dispersa y los consecuentes conflictos de intereses que se pueden generar entre la propiedad y el control han hecho que las empresas norteamericanas tiendan cada vez más a introducir consejeros independientes en su consejo de administración, donde

raramente se encuentran representantes de bancos o accionistas importantes (Prowse, 1994). Si la presencia de consejeros externos se interpreta como una mayor garantía para los accionistas, serán los propios directivos de las empresas anglosajonas los que tomen esta iniciativa, con el fin de generar una mayor creación de valor (Salas, 2002).

Otra de las diferencias institucionales entre consejos de administración es su estructura en uno o dos órganos o niveles. En el consejo de administración dual existe una separación entre el consejo de gestión, encargado de la dirección y compuesto por consejeros internos ejecutivos, y el consejo de control, encargado de supervisar al anterior y compuesto por consejeros externos. Se produce, por tanto, una completa separación de las tareas ejecutivas de las supervisoras (Douma y Shreuder, 2009). En los consejos de administración monistas, también existen consejeros internos y externos, cuyas funciones son gestionar y controlar, respectivamente, aunque en la práctica ambos pueden estar bastante próximos a los órganos de gestión de la empresa, sobre todo en aquellos países donde el presidente del consejo coincide con el primer directivo o CEO, incluso por ley (Becht et al., 2003). En ambos tipos de consejos de administración, en mayor o menor medida, la influencia del equipo directivo o el dominio de los accionistas mayoritarios sobre los consejeros es posible, por lo que la presencia de consejeros independientes, no relacionados ni con la dirección ni con los grandes accionistas, se hace necesaria para preservar el buen funcionamiento de este órgano de administración.

En Europa, donde las empresas se caracterizan por una mayor concentración de la propiedad, existen países en los que se puede optar por un consejo de administración dual que separe las funciones de dirección y de control. En el año 2001, se aprobó en la Unión Europea la constitución de un nuevo tipo de sociedad que pudiera salvar los obstáculos empresariales que planteaba el mercado único, se trata de la Sociedad Anónima Europea, que no entraría en vigor hasta octubre de 2004. Esta nueva figura empresarial está regulada por un régimen mixto, en parte comunitario, en parte nacional, que permite que las Sociedades Anónimas Europeas opten por un sistema de administración dual, independientemente de si el país en el que se domicilian aplica el modelo monista de administración, como es el caso español. En otros países, como

Alemania, Holanda, Francia e Italia, la opción entre sistema de administración dual o monista ya estaba vigente antes de la entrada en vigor del Estatuto de la Sociedad Anónima Europea.

En Alemania, las empresas que cotizan en bolsa tienen obligación de contar con un consejo de administración dual formado por un consejo de vigilancia que se encarga de la supervisión y un consejo de gestión dedicado a tomar las decisiones propias de la dirección. Los accionistas significativos están representados en el consejo de vigilancia a partes iguales junto con los representantes de los trabajadores, muy importantes en este país ya que su participación permite anticiparse a los conflictos laborales, mientras que el consejo de gestión está formado por directivos internos asalariados de la empresa (Fohlin, 2005; Douma y Schreuder, 2009). No obstante, el papel del consejo de vigilancia alemán ha sido puesto en entredicho en las recientes reformas llevadas a cabo en ese país, ya que dicha función ha derivado en un control meramente formal y no real de las decisiones del consejo, ya que no puede involucrarse directamente en los negocios de la compañía, poniéndose en tela de juicio la cualificación de los trabajadores para formar parte de este consejo, así como la división interna que se genera entre los representantes de los trabajadores y los consejeros que representan a los accionistas (Olcese, 2005). Holanda es otro país donde los empleados están representados a través de un consejo de trabajadores (*Ondernemings-raad*), que, a pesar de ser voluntario, existe en la mayor parte de las grandes empresas y normalmente tiene representación en el consejo de administración (Chirinko et al., 2003).

Los consejeros externos que forman parte del consejo de vigilancia y son elegidos por los accionistas, provienen en su mayoría de empresas relacionadas a largo plazo con la sociedad, a través de participaciones accionariales cruzadas, surgiendo entre ellas un intercambio de consejeros, o bien de entidades financieras con las que mantienen una relación también a largo plazo, como es el caso del *house bank*.

A diferencia del modelo anglosajón, el consejo de administración alemán, en concreto el consejo de vigilancia, no trata exclusivamente de salvaguardar los intereses de los accionistas, sino que también buscará proteger los intereses de otros grupos de *stakeholders* representados en el mismo, como son los trabajadores y acreedores.



En Japón, los consejos de administración parecen mantener más semejanzas con los del modelo anglosajón que con los del alemán. Se trata de un sistema monista e incluye dentro de su composición consejeros externos que representan los intereses de los accionistas, sin que lleguen a ser independientes, junto con consejeros ejecutivos pertenecientes al equipo directivo. Sin embargo, si analizamos las consecuencias que los contratos relacionales tienen en el funcionamiento del consejo de administración vemos que surge un consejo estructurado en dos niveles, como ocurre en Alemania. Las reuniones del consejo de administración se combinan con una serie de reuniones informales entre grandes accionistas, presidentes de las principales empresas del grupo o *keiretsu* o con acreedores financieros como los representantes del *main bank* o banco principal, actuando de manera similar al consejo de vigilancia alemán (Morck y Nakamura, 2005; Salas, 2002). Por otra parte, a pesar de que no existe una representación formal de los trabajadores en el consejo de administración japonés, la mayoría de los consejeros ejecutivos han sido promocionados desde puestos de dirección intermedios hasta el consejo, dando lugar a inversiones en capital humano específico generadoras de ventajas competitivas a largo plazo.

En general, la tendencia actual es reforzar el papel supervisor del consejo de administración. En Estados Unidos se trata de introducir un mayor número de consejeros independientes y en Alemania y Japón separar las funciones de dirección y control. Sin embargo, Japón tiene mayor camino que recorrer, ya que las inversiones relacionales y las reuniones informales que complementan el funcionamiento del consejo hacen muy difícil que la separación de ambas funciones se haga efectiva.

### **2.3 MARCOS INSTITUCIONALES, MODELOS DE GOBIERNO Y MODELOS DE EMPRESA**

Llegados a este punto, no podemos afirmar que un modelo de gobierno corporativo sea mejor que otro, la propiedad dispersa mejor que la propiedad concentrada o la financiación a través del mercado mejor que la bancaria, sino que lo realmente importante es cómo las empresas diseñan sus propios sistemas de gobierno corporativo en función de la historia, cultura y tradición político-legal de los países donde tienen su sede (Olcese, 2005). Para Shleifer y Vishny (1997a), los sistemas de gobierno corporativo

alemán, japonés y anglosajón son equivalentes a la hora de garantizar una supervisión efectiva sobre los directivos, contribuyendo de igual manera al éxito económico de cada una de estas naciones. La interacción de los mecanismos externos de gobierno corporativo y los internos empleados por las empresas compensará las deficiencias iniciales de las que se parta en cada marco institucional, dando como resultado la búsqueda de un sistema de gobierno corporativo eficiente que resuelva los conflictos de agencia generados en cada caso, sobre la base de las circunstancias sociales, políticas y legales en las que la empresa desarrolla su actividad.

Los países anglosajones, Estados Unidos y Reino Unido en mayor medida, pero también otros como Australia o Nueva Zelanda (La Porta et al., 1997, 1998), se caracterizan por un sistema legal que protege en gran medida a los inversores, mostrando, sin embargo, indiferencia frente al resto de participantes en la empresa. Esta legislación, junto con la existencia de mercados líquidos y bien organizados, fomenta el predominio de estructuras de capital disperso, donde no es necesario la existencia de accionistas significativos que supervisen la actuación directiva, sino que el control sobre la dirección se deja en manos del mercado, dada la falta de incentivos que poseen los accionistas minoritarios y los inversores institucionales. Estas empresas se financian en el mercado de valores, y el peso de la banca, tanto como proveedor como accionista, es insignificante en comparación con los mercados europeo y japonés. El consejo de administración es de carácter monista, siendo los consejeros independientes la clave para una supervisión eficiente del equipo directivo.

El sistema de gobierno corporativo elegido por las empresas anglosajonas les permite perseguir el objetivo propio del modelo financiero de empresa, la maximización de riqueza para los accionistas. Por tanto, el modelo financiero de empresa se identifica con el modelo de empresa predominante en los países anglosajones, donde los propietarios, inversores individuales e institucionales, ejercen la primacía, el objetivo es la creación de valor para el accionista y los mecanismos de gobierno, sobre todo los de carácter externo, tratan de paliar la discrecionalidad del equipo directivo.

El sistema legal europeo ofrece una menor protección legal al inversor. El desamparo legal al que se ven expuestos los accionistas minoritarios, junto con la existencia de

mercados de capitales menos líquidos, hace que la propiedad se concentre para defender sus intereses, ganando protagonismo los accionistas significativos que sí tienen incentivos para estar pendientes de la gestión de sus empresas. El refrán *al ojo del amo engorda el caballo* resume perfectamente la tradición empresarial europea, que sugiere que una correcta gestión requiere una estrecha supervisión. Alemania tiene una fuerte representación en este modelo, con un consejo de administración dual en el que se encuentran representados accionistas, trabajadores y directivos, que obedece a una cultura empresarial muy arraigada en este país (Bilbao, 2003) y que es reflejo de un sistema de gobierno participativo propio del modelo de empresa *stakeholders*, donde se trata de satisfacer los intereses de todos los grupos de interés involucrados en la empresa. Asimismo, el predominio de participaciones accionariales cruzadas y la estrecha relación con la banca, ponen de manifiesto la existencia de contratos implícitos basados en la confianza, que solamente pueden mantenerse en un modelo pluralista de empresa.

El modelo de empresa *stakeholders* precisa de un entorno legal que favorezca los contratos implícitos y las relaciones con los diferentes grupos de participantes, como son los trabajadores, los accionistas, los clientes y proveedores, la banca tanto como proveedor de fondos como accionista, así como otros grupos de interés, y que permita a las empresas diseñar un sistema de gobierno corporativo que garantice la creación de riqueza para todos ellos. En este sentido, recordamos que para Roe (2000) las democracias europeas no favorecen el desarrollo del modelo de empresa norteamericana. En Europa, los costes de agencia generados en las pocas empresas de capital disperso son muy altos, ya que culturalmente no se busca la maximización de la riqueza de los accionistas, lo que hace aumentar el conflicto de intereses entre la propiedad y el control de estas empresas. Por otra parte, el modelo de empresa *stakeholders* puede llevar a confusiones, ya que “una empresa no es un sistema democrático de gobierno sino un eficiente sistema económico”, aunque ambas situaciones puedan o deban coincidir (Olcese, 2005:89).

Si bien, los marcos institucionales anglosajón y centroeuropeo parecen ser los idóneos para el desarrollo de sistemas de gobierno propios del modelo financiero de empresa y

del modelo *stakeholders*, respectivamente, en el caso japonés, así como en otros países europeos en los que no se da estrictamente el modelo germánico, la asociación entre marco institucional, modelo de empresa y sistema de gobierno corporativo no es tan clara, ya que comparte características de ambos patrones.

Las empresas japonesas coinciden con la alemanas en que tienden a la concentración de la propiedad, destacando la existencia de accionistas significativos, existen participaciones accionariales cruzadas, buscan financiación bancaria en detrimento del mercado de valores y las entidades financieras toman participaciones accionariales significativas y se involucran en la gestión empresarial. Sin embargo, los accionistas minoritarios son más importantes que en Alemania y el consejo de administración es monista como en el caso anglosajón. En definitiva, puede entenderse como un modelo de gobierno corporativo mixto que se desarrolla en un modelo *stakeholders* de empresa (Bilbao, 2003).

En definitiva, los distintos patrones de gobierno corporativo no son otra cosa que diferentes combinaciones de mecanismos de gobierno, en función de las necesidades a las que se enfrentan las empresas en cada marco institucional. La interacción de dichos mecanismos permite a las empresas anglosajonas una menor utilización de los mecanismos internos ya que los externos las protegen en mayor medida dando lugar a un gobierno corporativo más orientado al mercado, mientras que las empresas europeas y japonesas tienden a una mayor utilización de los mecanismos internos con el fin de compensar la menor eficiencia de los externos. Una vez más, se corrobora el poco sentido que tiene analizar los mecanismos de gobierno de manera unilateral, ya que es la interacción de todos ellos la que configura la estructura de gobierno de la empresa, tal y como se justificará en el Capítulo 3.

En resumen, los distintos países han afrontado el problema del gobierno corporativo de diferente manera y en diferente momento del tiempo, en función de sus características legales, políticas, económicas, sociales y culturales (Denis, 2010). Dentro de este movimiento de reforma, las empresas de los países desarrollados también han respondido de diferente manera. Las variables institucionales de cada país han obligado a las empresas a desarrollar de diferente forma los mecanismos de gobierno corporativo

a su alcance, de tal manera que puedan alcanzar los objetivos empresariales propios de cada modelo de empresa. Por tanto, la relación entre marco institucional, patrón de gobierno corporativo y modelo de empresa es inseparable, ya que es la cultura de un país la que permite que unos mecanismos de gobierno tengan éxito o no en el contexto de un determinado modelo de organización. Entender las prácticas de gobierno corporativo de un país en relación con otros, supone comprender no solamente los códigos o reglas aplicables en cada uno, sino también el marco legal y de aplicación que subyace a los mismos (Gregory, 2002). Tal y como se señala en el Informe Preda, “el gobierno corporativo, visto como un conjunto de reglas de acuerdo a las cuales las empresas son dirigidas y controladas, no se basa en un modelo único que puede ser exportado e imitado en cualquier parte, sino que es el resultado de las normas, tradiciones y patrones de comportamiento desarrollados por cada sistema económico y legal” (Preda, 1999:§2).

#### **2.4 EL DESARROLLO DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN LA UNIÓN EUROPEA: LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO**

Las empresas operan en numerosos mercados, como son el mercado de capitales, el mercado laboral o el mercado de productos, sin embargo, la posibilidad de que desarrollen sus actividades con éxito depende en gran medida del marco legal donde realicen su actividad, lo que puede generar una competencia entre zonas geográficas por albergar el domicilio de determinadas empresas (Romano, 2014). Los diferentes países son conscientes del efecto que el buen gobierno tiene sobre las empresas y los mercados, por lo que, movidos por la necesidad de corregir los posibles fallos del mercado y obedeciendo a la demanda de mayor protección de los distintos grupos de *stakeholders*, tanto entes públicos como privados, instan a establecer regulaciones y recomendaciones tendentes a la implementación de determinadas prácticas de buen gobierno.

El movimiento de reforma en el ámbito del gobierno de las empresas nace en Estados Unidos y rápidamente se extiende por el resto de los países, dando lugar a la publicación de un gran número de informes de gobierno corporativo. Es durante la última década

del siglo XX cuando este movimiento de reforma cobra mayor protagonismo, surgiendo en esos años, entre otros, códigos de buen gobierno como el Informe ALI (Estados Unidos, 1992), el Informe Cadbury (Reino Unido, 1992), el Informe Greenbury (Reino Unido, 1995), el Informe Dey (Canadá, 1994), el Informe Vienot (Francia, 1995 y 1999), el Informe Olivencia (España, 1998), el Informe Preda (Italia, 1999) o el Informe OCDE (1999). Recientemente, son numerosos los países del entorno europeo que han revisado sus recomendaciones, como por ejemplo Francia en 2013, Dinamarca y Reino Unido en 2014 o Alemania, Italia y España en 2015.

El reducido tamaño del continente europeo no impide que se concentren en él países con muy diversas culturas, tradiciones económicas y orígenes legales. A pesar de haber analizado anteriormente un modelo de gobierno corporativo de carácter continental, representado por Alemania, conviven actualmente en Europa, tanto en los Estados Miembros de la Unión Europea como en los países aspirantes a serlo, diferentes códigos y modelos de gobierno propios de cada uno de ellos. En 2015, la Unión Europea se integra por 28 países miembros, donde cada uno incorpora su propia herencia histórica, patrimonio cultural, sistema político-legal y desarrollo económico, número que irá aumentando de forma paralela al proceso de ampliación. Ninguna de las actividades que se desarrollan en el seno de la Unión Europea puede escapar a esta diversidad, enriquecedora pero también ralentizadora del proceso de homogeneización y búsqueda de un marco común, como es el caso del proceso de regulación y convergencia del gobierno corporativo de las empresas europeas.

En los últimos quince años, se han publicado en Europa más de una centena de documentos de gobierno corporativo, entre códigos, informes, directrices y recomendaciones, tanto de iniciativa pública como privada. Estos códigos incluyen una serie de recomendaciones sobre determinadas prácticas empresariales tales como los sistemas de compensación de los ejecutivos, el papel de los auditores, la estructura del capital y la presencia de grandes accionistas o accionistas institucionales, las medidas anti-opas, entre otros, aunque la mayoría hacen un especial hincapié en la estructura del consejo de administración y la actuación de los consejeros (Gregory, 2002), entrando en cuestiones como los criterios de nombramiento de los consejeros, la separación de los

papeles de CEO y presidente del consejo de administración, tamaño del consejo, frecuencia de las reuniones, proporción de internos y externos, etcétera (Becht et al., 2003). Sin embargo, prácticamente ninguno de los articulados sobre gobierno corporativo incluye datos empíricos al respecto, hecho éste que queda sobradamente compensado por la multitud de trabajos e investigaciones empíricas publicadas al respecto durante las últimas décadas.

El gobierno de las empresas es una mezcla de un gran número de influencias, algunas de las cuales parten de la legislación, otras de las tradiciones, las prácticas empresariales o los códigos de ética y conducta en los negocios, sin embargo la aplicación de las normas de gobierno corporativo es un concepto mucho más amplio que la mera aplicación de los códigos promulgados en los distintos países, por lo que habrá también, en la mayoría de los casos, una mezcla de instrumentos de aplicación del contenido del gobierno de las empresas (Wymeersch, 2005).

La función de los códigos de gobierno se encuentra dentro de un contexto legal que difiere considerablemente de un país a otro, debido a las diferencias legales entre estados, y las técnicas de aplicación de dichos códigos estarán directamente relacionadas con la naturaleza legal de los propios códigos y el sistema legal en el que se incluyen. Según Wymeersch (2005), dentro de las diferentes jurisdicciones europeas, podemos encontrarnos que los códigos e informes de gobierno corporativo publicados tienen distintas consideraciones, las cuales afectarán a su proceso de implementación así como a su posterior aplicación y cumplimiento. En primer lugar, existen códigos que no pasan de ser meras recomendaciones emanadas de asociaciones de profesionales y que forman parte de la autorregulación profesional, es decir, su implementación es voluntaria y basada en las normas de la asociación que las ha publicado. Otros códigos son recomendaciones hechas por los organismos reguladores del mercado de valores, como en el caso español, de tal manera que solamente afectan a las empresas que cotizan en los mismos, siendo su aplicación voluntaria, en algunos casos, y la valoración de su cumplimiento recaerá en las fuerzas del mercado, o bien obligatoria, en otros, y suponen requisitos ineludibles que la empresa debe cumplir para que sus acciones puedan cotizar en bolsa. En tercer lugar, existen códigos promulgados por

organizaciones privadas bajo el amparo de los organismos públicos. Por último, las leyes mercantiles de los diferentes países han incluido tradicionalmente normas sobre aspectos específicos del gobierno de las sociedades, aunque en ningún país se haya tendido a elaborar una ley exclusiva y detallada sobre gobierno de las empresas, tal y como sucedió en Estados Unidos con la Ley Sarbanes-Oxley en 2002.

#### **2.4.1 El proceso europeo de codificación del gobierno corporativo**

El Reino Unido fue el país europeo pionero en la publicación de un código de buen gobierno. En diciembre de 1992 vio la luz el Informe Cadbury<sup>4</sup>, el cual ha servido de referencia para códigos posteriores de todo el mundo. Dicho informe fue elaborado por una comisión liderada por Adrian Cadbury y formada por miembros de *The Financial Reporting Council* (FRC) y de la Bolsa de Londres. Anteriormente, en febrero de 1991, la corporación profesional *Institute of Chartered Secretaries & Administrators* ya había publicado un código de buen gobierno, a la par que en abril de ese mismo año el *Institutional Shareholders Committee*<sup>5</sup> publicaba una declaración de buenas prácticas para los accionistas institucionales del Reino Unido. Desde entonces hasta 2015, se han publicado en este país hasta 37 escritos sobre gobierno corporativo, siendo el último de ellos The UK Corporate Governance Code publicado en septiembre de 2014.

El resto de los países europeos no han sido tan prolijos a la hora de publicar códigos, seguramente porque el menor desarrollo de sus mercados de capitales no lo exigía con la misma prontitud que en el Reino Unido. Unos años más tarde, países como Francia Informe Vienot I en 1995 (Vienot, 1995), Países Bajos con el Informe Peters en 1997 (Committee on Corporate Governance, 1997), Alemania (KonTraG, 1998), Bélgica con el Informe Cardon en 1998 (Cardon, 1998) o España con el Código Olivencia en 1998 (Olivencia, 1998), también tuvieron una amplia iniciativa reguladora en esta materia, siendo frecuente que los organismos públicos recurran a la creación de comisiones

---

<sup>4</sup> Realmente denominado *Report of the Committee on Financial Aspects of Corporate Governance*, pero conocido, como muchos otros, por el nombre del presidente de la comisión que lo elaboró.

<sup>5</sup> En 1991, el *Institutional Shareholders Committee* estaba formado por las siguientes corporaciones: *Association of British Insurers*, *Association of Investment Trust Companies*, *British Merchant Banking and Securities Houses Association*, *National Association of Pension Funds* y *Unit Trust Association*.



formadas por expertos de diferentes ámbitos profesionales, con la finalidad de tratar los temas relativos al gobierno corporativo.

Comprobamos que en los países anglosajones como el Reino Unido predomina la regulación profesional, es decir, la regulación recae en organizaciones profesionales de carácter privado. La justificación de la regulación profesional descansa en la presunción de que la persona más idónea para emitir un juicio sobre el trabajo de un profesional es otro profesional (Túa, 1983), y, por lo tanto, la persona más idónea para elaborar normas a partir de las cuales dicho trabajo debe llevarse a cabo, será otro profesional (Peña, 2000). Por otra parte, en los países de Europa continental predomina la regulación pública, la cual encuentra parte de su justificación en la necesidad de dotar a las normas de una mayor capacidad coercitiva. Esto no implica que no existan organizaciones profesionales que participen en dicha regulación, con potestad para emitir normas destinadas a sus miembros y con capacidad para exigir coactivamente su cumplimiento. De hecho, en muchos países han sido las corporaciones profesionales las que han demostrado la iniciativa en esta materia emitiendo recomendaciones voluntarias al respecto.

Con carácter general, los promotores de los códigos de buen gobierno de los países europeos se reparten entre comisiones organizadas por el gobierno, como fue el caso del los Informes Olivencia y Aldama en España o el Código Cromme en Alemania; comités organizados por la bolsa o por los organismos reguladores del mercado de valores, como es el caso de el Código Preda en Italia, el Informe Nørby en Dinamarca, y los nuevos códigos de Chipre, Dinamarca, Eslovaquia, España, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Portugal y República Checa; comités organizados por los mecanismos reguladores del mercado de valores junto con asociaciones de inversores, empresarios o académicos, como en el caso de los Informes Cadbury, Hampel y otros códigos del Reino Unido, el Informe Peters en los Países Bajos, y los nuevos códigos de buen gobierno de Eslovenia y Finlandia, entre otros; en el caso de Estonia, se crea una comisión entre la agencia del Banco de Estonia y la bolsa, y en el de Polonia, se forma una comisión entre la Bolsa de Varsovia y un foro de gobierno corporativo; otras veces son las asociaciones de inversores y corporaciones de profesionales los que toman la iniciativa, como en el caso

de algunos códigos alemanes, belgas, españoles, holandeses, ingleses, franceses, suecos y el primer código danés; y pocas veces, son las propias asociaciones de administradores y consejeros los que toman la iniciativa, como en el caso del código belga *Director's Charter* en el año 2000 y del español *Decálogo del Directivo* en 2004.

El Reino Unido y Francia son un claro ejemplo de iniciativa privada, ya que se trata de países donde las corporaciones y asociaciones de profesionales tienen un fuerte arraigo, por ejemplo en materia contable y auditora, lo cual se ha demostrado también a la hora de regular en materia de gobierno corporativo.

En España, fue el Círculo de Empresarios quien emitió en octubre de 1996 *Una propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los Consejos de Administración*, antes de que se publicara el Código Olivencia en 1998. Después de este primer código de buen gobierno, en 2003 se constituyó de nuevo una Comisión Especial para el *Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas*, presidida esta vez por Enrique Aldama y Miñón. Desde entonces, se ha hablado mucho de unificación de ambos códigos, hasta que en enero de 2006 ha visto la luz el *Proyecto de Código Unificado de Recomendaciones sobre Gobierno de las Empresas Cotizadas* de manos de un grupo de trabajo formado a instancias de la Comisión del Mercado de Valores, y que ha sido revisado en dos ocasiones, dando lugar al *Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas* publicado en 2015.

Una gran mayoría de los Estados Miembros tanto de la Unión Europea de los 15 como de la reciente Unión Europea de los 28, tienen una regulación muy reciente en materia de gobierno corporativo. Austria publicó su primer borrador de código de gobierno corporativo en noviembre de 2002 gracias a la creación de un grupo de trabajo, Suecia emitió su primera política de gobierno corporativo *Corporate Governance Policy* en octubre de 2001, por iniciativa de la corporación de profesionales *The Swedish Shareholders' Association*, publicando su código de buen gobierno definitivamente en diciembre de 2004, esta vez por medio de la creación *ad hoc* de un grupo de trabajo. Nuevos Estados Miembros como Polonia, Malta, República Checa, Letonia o Lituania han publicado sus primeras recomendaciones de gobierno corporativo también en el siglo

XXI, con el fin de aproximarse lo máximo posible a los requisitos empresariales de la Unión Europea.

También es habitual que la iniciativa de regulación en materia de gobierno corporativo provenga de los organismos reguladores de los mercados de valores y las bolsas europeas, ya que dichas recomendaciones afectan en mayor medida a las empresas cotizadas. En este sentido, Bélgica es un país pionero a la hora de publicar en septiembre de 2005 un código de buen gobierno corporativo para las empresas no cotizadas, a través de una comisión gubernamental creada para ello, denominado *Code Buysse: Corporate governance for non-listed companies* en referencia a Baron Buysse, presidente de dicha comisión, aunque el alcance los códigos publicados hasta entonces ya se extendía a todo tipo de empresas.

Actualmente, todos los países de la nueva Unión Europea de los 28 han codificado, en alguna ocasión, las prácticas de gobierno corporativo que recomiendan a las empresas localizadas en su territorio, sobre todo a aquellas que cotizan en Bolsa.

#### **2.4.2 Similitudes y diferencias**

A pesar de que sus orígenes son muy diferentes, todos ellos expresan de manera similar las ideas generales sobre cuáles son las mejores prácticas empresariales, los papeles y funciones del consejo de administración, así como sus responsabilidades y composición, presentando muchos puntos en común sobre lo que es el buen gobierno corporativo y cómo conseguirlo (Gregory, 2002). Sin embargo, es la discrecionalidad existente a la hora de poner en práctica dichas recomendaciones, en diferentes marcos institucionales, la que da lugar a las verdaderas diferencias entre países, lo que nos lleva a pensar que son las bases legales, políticas y culturales de cada uno de ellos las que las originan.

Este hecho refleja un gran obstáculo para la convergencia entre estados, ya que las diferencias en los sistemas legales constituye una de las tradiciones más arraigadas de los países y son más difíciles de salvar que las propias diferencias entre códigos de buen gobierno (Gregory, 2002). Recordamos que para La Porta et al. (1997, 1998) las diversas

tradiciones legales entre los países son posiblemente la principal causa de diversidad entre sus gobiernos corporativos.

Para otros autores, como Easterbrook (1997), las diferencias en gobierno corporativo obedecen en mayor medida a diferencias en los mercados y no tanto a diferencias en la ley, por lo que establecer unas normas y recomendaciones comunes para todos los países sobre gobierno corporativo no tiene sentido, si no se homogeneizan antes los mercados de capitales internacionales.

Si entramos a comentar el contenido de estos códigos, vemos como algunos de ellos tienden a reflejar las características de un modelo de gobierno propio del enfoque *stakeholders*, tal y como indicábamos al hablar del modelo continental, y otros tienden más a la defensa de los *shareholders*, como en el caso del modelo anglosajón. Sin embargo la mayoría de los códigos más actuales reconocen expresamente que el éxito de la empresa, el beneficio de los accionistas, la seguridad de los empleados y los intereses del resto de participantes están interrelacionados y son codependientes (Gregory, 2002).

La presencia y el papel que representan los trabajadores en el gobierno corporativo de las empresas europeas constituyen una de las grandes diferencias entre países, la cual descansa en gran medida en las tradiciones legales. Estados miembros como Alemania, Austria, Dinamarca, Luxemburgo o Suecia, reconocen el derecho de los trabajadores de empresas de cierto tamaño a elegir algunos de los miembros del consejo de administración. En otros como Holanda o Francia, los trabajadores, a través de sus representantes, pueden asistir a las reuniones del consejo con voz pero sin voto. Algunos códigos animan a que los empleados participen en la propiedad de la empresa, dándoles opción a involucrarse más activamente en el gobierno de la misma, concretamente, en Francia, los trabajadores pueden proponer el nombramiento de uno o más consejeros si alcanzan una participación en la propiedad de al menos el 3% (Gregory, 2002).

La estructura y composición del consejo de administración, monista o dual, es otra de las diferencias clave entre gobiernos corporativos que también descansa sobre las bases

legales de cada país. Sin embargo, a pesar de esta clara diferencia, existen ciertas similitudes en la práctica, ya que en ambos tipos de estructura se reconoce la función supervisora y la gestora, aunque dicha distinción está más formalizada en el consejo dual y representada a través de las distintas comisiones en el consejo monista. Por una parte, tanto los consejeros del consejo monista como los del consejo supervisor en el dual son elegidos por los accionistas, aunque hay países, como Alemania, donde los trabajadores también tienen potestad para elegir a estos los miembros del consejo de administración. Además, los diferentes códigos de gobierno, independientemente de la estructura del consejo de administración que recomienden, enfatizan el nombramiento de consejeros externos e independientes. Por otra parte, en ambos casos el órgano directivo es nombrado por la comisión de nombramiento del consejo monista y por el consejo gestor en el dual.

Los Estados miembros difieren sensiblemente en relación con los requerimientos sobre la información que deben suministrar las empresas, dando lugar a variaciones en la información disponible para los inversores y a nuevos impedimentos para alcanzar un verdadero mercado único europeo, aunque progresivamente sí se está aumentando la cantidad de información sobre las prácticas de gobierno corporativo y se tiende a una mayor homogeneización, dada la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad y la mejor regulación de los mercados de capitales europeos (Gregory, 2002).

### **2.4.3 Un código para todos**

Independientemente de los códigos publicados en cada Estado miembro, diversas organizaciones internacionales europeas han publicado códigos de buen gobierno cuyo ámbito de aplicación abarca toda la Unión Europea. Asimismo, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD) también ha publicado una serie de principios de buen gobierno que han servido de guía para la elaboración de códigos e informes en distintos países tanto europeos como no.

Desde 1995 y hasta 2011 se han publicado 7 códigos paneuropeos por iniciativa de instituciones europeas de carácter privado: *Centre for European Policy Studies* que es un

instituto de investigaciones políticas en Europa; *The European Bank for Reconstruction and Development* constituido después de la caída del comunismo en Europa del Este y la antigua Unión Soviética y que ayuda a la construcción de democracias y economías de mercado en países desde Europa hasta Asia Central; *The European Shareholders Group* o *Euroshareholders* que es la confederación de asociaciones europeas de inversores; la antigua *European Association of Securities Dealers Corporate Governance Committee* y actual *The Association of Private Client Investment Managers and Stockbrokers* encargada de asegurar que tanto la regulación, impuestos u otros cambios habidos en Europa brinden beneficios reales a las inversiones comunitarias; la *European Private Equity and Venture Capital Association*; la *European Confederation of Directors' Associations*; y la *European Fund and Asset Management Association*.

Por otra parte, nos encontramos con códigos promulgados por la OECD, cuya aplicación abarca a los países miembros de esta organización; con los códigos del *International Corporate Governance Network* (ICGN) que es una organización sin ánimo de lucro de defensa del buen gobierno de las empresas; o con el código de *Basel Committee on Banking Supervision* encargado de la cooperación en materia de regulación bancaria, entre otros documentos.

En definitiva, estos códigos internacionales no buscan sino proveer a las empresas de diferentes países unos principios comunes que rijan el gobierno de sus empresas. En el caso de la Unión Europea se hace cada vez más necesario, dado el modelo de mercado común que se utiliza y que no se hace factible sin un mercado de capitales también común donde los inversores de los Estados miembros puedan operar sin problemas, con información homogénea y utilizando las mismas reglas de juego.

En este sentido, las instituciones públicas de la Unión Europea también han tomado la iniciativa reguladora emitiendo, además de un elevado número de documentos oficiales sobre los mínimos legales que deben cumplir las empresas de los Estados miembros en relación con su constitución, la elaboración de sus cuentas anuales y auditoría contable de las mismas, las fusiones o escisiones, entre otros, que también tienen relación con el gobierno de las empresas, una serie de documentos oficiales específicos en materia de

gobierno corporativo que regulan el papel de los administradores, la remuneración de los consejeros o la operativa de las tomas de control en el mercado de capitales.

## **2.5 LA CONVERGENCIA DE LOS SISTEMAS DE GOBIERNO CORPORATIVO**

El contexto globalizado en el que se ve inmersa la economía mundial ha alimentado en gran medida el debate sobre las similitudes y diferencias entre los diferentes modelos de gobierno corporativo y las barreras al desarrollo de un único sistema de gobierno (Goergen, Martynova y Renneboog, 2005). La globalización incrementa la competencia entre las naciones, incluso con el fin de crear el sistema de gobierno más eficiente, es decir, las mejores condiciones para el gobierno de las empresas (Palepu, Khanna y Kogan, 2002). Una de las cuestiones fundamentales de este debate sobre globalización y convergencia es si existe un sistema de gobierno mejor que los demás y si es así, si los demás sistemas de gobierno deberían cambiar para aproximarse a él.

Anteriormente se han comentado las debilidades y fortalezas de los diferentes sistemas de gobierno corporativo y cómo los argumentos a favor o en contra de uno y otro modelo de gobierno han variado y siguen haciéndolo aún en función del tiempo y del éxito relativo de las economías en las que se desarrollan (Carlin y Mayer, 2003; Hansmann y Kraakman, 2000; Becht et al., 2003; Azofra, 2004; La Porta et al., 1998). Los defensores del sistema anglosajón se basan en características tales como el mejor desarrollo de los mercados, la mayor protección del inversor (Mueller, 2005; La Porta, 1997), el papel y funcionamiento del mercado de control corporativo o la creación de valor para el accionista, mientras que los defensores de sistemas alternativos de gobierno orientados a otros grupos de *stakeholder* diferentes de los accionistas y predominantes en los países europeos y asiáticos, se basan en una mejor utilización de los mecanismos internos de gobierno para alinear los intereses entre dirección y propiedad (Goergen et al., 2005). Autores como Hansmann y Kraakman (2000) defienden la supremacía del modelo orientado a la creación de valor para el accionista y la convergencia mundial hacia este tipo de sistema corporativo, mientras Bainbridge (2003) o Blair y Stout (1999) proponen orientar el modelo de gobierno hacia la de los administradores y directivos.

En la última década se ha generalizado la creencia de que las estructuras de gobierno corporativo de los países con economías avanzadas convergerán antes o después, movidas por las fuerzas competitivas del mercado, tendiendo a su forma más eficiente, de tal manera que las estructuras óptimas sobrevivirán en una especie de proceso de selección natural que elimina a aquellas que son ineficientes. Esta hipótesis de convergencia rápida se sustenta en dos proposiciones básicas. En primer lugar, se supone que las normas y leyes aplicables al gobierno corporativo convergerán, movidas por la presión que lleva a las instituciones de todo el mundo a la búsqueda de la eficiencia, hasta que solamente queden diferencias triviales entre países, y, en segundo lugar, cuando dichas normas y leyes converjan, las estructuras de gobierno corporativo lo harán también. Por otra parte, si alguna de estas presunciones falla, la hipótesis de convergencia rápida también fallará (Bebchuk y Roe, 1999).

Según esta premisa de convergencia basada en la búsqueda de la eficiencia, el proceso de globalización genera a su vez un proceso de convergencia competitiva, empujando a todas las empresas a conseguir la máxima eficiencia a través de la adopción de las mejores normas y las estructuras corporativas, de tal forma que los países que no adopten los mejores sistemas de gobierno corporativo frenarán su desarrollo y verán como sus empresas emigran a otros países con un entorno legal más adecuado a sus intereses. Una vez que una práctica de gobierno corporativo sea identificada como superior a las demás, las empresas competitivas la adoptarán, las normas tarde o temprano la incluirán y los códigos de buen gobierno la recomendarán, de tal manera que las empresas y países que no la adopten fracasarán (Salas, 2002).

La convergencia competitiva también se da en los mercados de capitales, ya que la globalización genera la existencia de inversores transnacionales que invierten su capital en aquellos mercados donde las normas de gobierno corporativo les son más favorables. Según esta hipótesis neoclásica de convergencia, el modelo de empresa planteado por Berle y Means se presenta como la mejor estructura de gobierno corporativo y el patrón de gobierno anglosajón como el más eficiente y al que hacen tender las fuerzas competitivas (Bainbridge, 2003; Yeh, Lim y Vos, 2007), ya que se trata de un modelo orientado al mercado que genera externalidades positivas para aquellos inversores



transnacionales que en sus países no encuentran mercados de capitales suficientemente desarrollados, permitiéndoles diversificar el riesgo y hacer líquidas sus inversiones con rapidez.

Sin embargo, la convergencia de las normas no siempre supone la convergencia en las prácticas reales de gobierno corporativo de las empresas. Para Palepu et al. (2002) se puede distinguir entre dos tipos de convergencia, la convergencia *de iure* y la convergencia *de facto*. La convergencia *de iure* supone la adopción de leyes similares en materia de gobierno corporativo por diferentes países, mientras que la convergencia *de facto* hace referencia a la utilización de las mismas prácticas de gobierno. Estos autores han obtenido evidencia de una convergencia *de iure* entre pares de países económicamente interdependientes, curiosamente no orientada al sistema de gobierno anglosajón, los cuales tienden a adoptar normas comunes de gobierno corporativo, especialmente si pertenecen a una misma zona geográfica y tienen un nivel de desarrollo similar. Por el contrario, no hay evidencia de una convergencia *de facto*, por lo que concluyen que el proceso de globalización lleva a países económicamente interrelacionados a adoptar normas de gobierno corporativo similares, aunque no hay evidencia de la implementación en la práctica de esas normas.

Para que dos normas converjan, no solamente deben hacerlo sus principios generales, lo cual es muy importante, sino también los detalles que rodean a los mismos, ya que idénticos principios pueden dar lugar a normas diferentes en función de su implementación, y dos países pueden reconocer un principio general como mejor, pero la aplicación práctica del mismo puede cambiar radicalmente de un país a otro en función de la implementación de los detalles que le rodean (Bebchuk y Roe, 1999). De hecho, las grandes empresas tienen características similares independientemente del país en el que desarrollen su actividad, de tal manera que las propias necesidades de estas empresas harán que busquen realizar sus funciones esenciales de organización y financiación de la manera más efectiva posible, dando lugar a una aparente convergencia parcial.

Según Palepu et al. (2002:5), hay tres razones principales por las que la convergencia en las prácticas de gobierno corporativo puede retrasarse a la convergencia en las leyes: el

camino o trayectoria dependiente o *path dependence*, la no existencia de un sistema de gobierno óptimo y los grupos de interés.

La primera causa de dicha divergencia viene provocada por el camino o trayectoria dependiente o *path dependence* de los acontecimientos. Este término se usa para describir la poderosa influencia del pasado sobre el presente y el futuro (North, 1994:364), perspectiva según la cual la situación actual es dependiente de las situaciones pasadas, existiendo unos procesos autorreforzadores de la sociedad. Según esto, las diferencias en gobierno corporativo surgen por diferencias en las condiciones históricas iniciales de las que parten los países, las cuales se van a mantener. Para Bebchuk y Roe (1999), países con economías similares, tipos de empresas, culturas, normas e ideologías, pero con estructuras de gobierno corporativo diferentes desde el principio, continuarán con tales diferencias a pesar de sus similitudes económicas, dado que la forma en que se crea una ley, bien en interés público o bien a través de un proceso político de decisión, hace que se mantenga esa trayectoria dependiente y las diferencias persistan, por lo que la hipótesis de convergencia rápida y la hipótesis de trayectoria dependiente son mutuamente excluyentes (Yeh et al., 2007).

Por otra parte, incluso si no hubiera esa dependencia de los hechos pasados, las interrelaciones y complementariedades existentes entre las instituciones, las leyes y las prácticas utilizadas en gobierno de las empresas, hacen que no pueda hablarse de un sistema de gobierno óptimo, sino de múltiples óptimos, ya que los países pueden elegir entre diferentes prácticas de gobierno corporativo. La ambigüedad de los resultados alcanzados por las investigaciones sobre el impacto del gobierno corporativo en el resultado de las empresas es consistente con la idea de que no existe un sistema de gobierno óptimo (Palepu et al., 2002).

Por último, e incluso si hubiera un único modelo de gobierno corporativo óptimo, otra de las razones de la falta de convergencia en la práctica es la resistencia política de los grupos de interés, ya que una vez que un grupo de interés tiene ventajas dentro de una empresa, preferirá que se mantengan las normas que le mantienen en esa posición ventajosa y se resistirá al cambio, contribuyendo así a la trayectoria dependiente de las leyes, aunque su actitud vaya en contra de la eficiencia corporativa. La adopción de un

mismo modelo de gobierno corporativo en todos los países chocará con los intereses de alguno de los grupos de interés organizados existentes en ellos, por lo que su implantación no llegará a buen fin. Tal y como se comentaba en el primer capítulo al hablar del proceso político de decisión que lleva a la regulación, aquellos grupos más concentrados, con más recursos y más ventajas adquiridas que perder, son los que más influencia política tienen y mejor se movilizan. Por tanto, presionarán más que los grupos dispersos y peor organizados para que se mantengan sus ventajas adquiridas (Bebchuk y Roe, 1999).

## **2.6 A MODO DE RESUMEN**

El análisis conjunto de las variables que componen el marco institucional de un país junto con los mecanismos que conforman el gobierno de las empresas permite identificar tres grandes modelos de gobierno corporativo, el modelo anglosajón, el modelo alemán y el modelo japonés, sin que ninguno de ellos haya dejado de demostrar su eficacia, y aunque en determinados momentos haya prevalecido alguno de ellos en función del desarrollo económico y financiero de los países en los que se desarrollan.

La protección legal del inversor frente a la expropiación de sus intereses por parte de las personas que controlan la organización se convierte así en un factor aglutinador de las influencias ambientales, legales y políticas, sobre el gobierno de las empresas y en una de las variables más tenidas en cuenta a la hora de realizar análisis internacionales comparados sobre sistemas de gobierno, ya que el mayor o menor grado de protección determinará la acción de los mecanismos externos de gobierno corporativo y el diseño de los internos.

El enfoque *Law and Finance* (La Porta et al., 1998; Denis y McConnell, 2003), hace hincapié en que son las diferencias en las normas legales las que originan una diferente protección legal sobre los inversores en función del país que inviertan su capital, hecho éste que determina en gran medida el grado de desarrollo de los mercados de capitales y la mayor o menor importancia de la financiación a través de acciones o deuda bancaria en ese marco institucional. La influencia del entorno legal en los mercados de capitales recae sobre los mecanismos de gobierno articulados por las empresas, condicionando su

estructura de propiedad y financiera, entre otros. Incluso, dentro de esta línea de investigación se ha relacionado el desarrollo del sistema financiero y la dependencia de las empresas a la financiación externa o bancaria con el crecimiento económico del país, influyendo, asimismo, en el tipo de actividad económica predominante en el mismo (Rajan y Zingales, 1998; Carlin y Mayer, 2003).

A pesar de las continuas revisiones de las recomendaciones y códigos de buen gobierno de los diferentes países, la convergencia entre los modelos de gobierno corporativo no queda al margen del marco institucional, ya que una de las hipótesis más defendidas es la trayectoria dependiente de los sistemas de gobierno de las empresas (Bebchuk y Roe, 1999), según la cual las diferencias en gobierno corporativo surgen por diferencias en las condiciones históricas iniciales de las que parten los países y donde la tradición legal supone un gran peso.

La propia Unión Europea ha presionado a los diferentes Estados Miembros para que adopten las mismas normas, ya que es lo políticamente conveniente en un espacio común como el europeo, aunque como ya se ha comentado, idénticas normas no tienen por qué suponer una convergencia estructural (directivas comunes pero desarrollos e implementaciones diferentes). En definitiva, la convergencia en los fines es más importante que la convergencia en los medios articulados al respecto, y, tal y como señala Salas (2002:72-73), “más importante es crear un entorno legal y normativo en cada país que proporcione la flexibilidad necesaria para que cada empresa ajuste su modelo de gobierno a las exigencias de la estrategia que desea implantar”.

**CAPÍTULO 3**  
**LA INTERACCIÓN ENTRE LOS**  
**MECANISMOS DE GOBIERNO**



### **3.1 INTRODUCCIÓN**

La interdependencia de los mecanismos de gobierno corporativo es un hecho que se pone de manifiesto en el estudio de los diferentes modelos de gobierno existentes y así se recoge en la numerosa literatura teórica y empírica existente, donde se puede ver cómo el grado de desarrollo de mecanismos externos, como son los mercados, se combina con la mayor o menor utilización de ciertos mecanismos internos de control e incentivos.

Las primeras referencias a esta literatura consideran la relación entre dos variables relativas al gobierno de la empresas, tales como la correlación entre la estructura de propiedad y las tomas de control en el mercado de capitales o entre alguno de los mecanismos de control y el resultado alcanzado por las empresas. Sin embargo, son

cada vez más numerosos los trabajos que no se limitan a analizar el efecto unilateral de cada uno de los dispositivos de gobierno sino que tratan de profundizar en la posible interacción entre ellos, poniendo de manifiesto la capacidad de las empresas para diseñar un sistema de gobierno corporativo eficiente, a través de la selección de diferentes mecanismos (Coles, McWilliams y Sen, 2001), los cuales se sustituyen o complementan dando lugar a una situación de equilibrio entre ellos, la empresa y el entorno, ya que no es cierto que estos mecanismos sean independientes entre sí (Rediker y Seth, 1995; Barkema y Gómez-Mejía, 1998; Coles et al., 2001; Bhagat y Jefferis, 2002).

Una de las principales razones que llevan a realizar este tipo de estudios deriva de la heterogeneidad de los resultados obtenidos en investigaciones previas sobre el efecto aislado de la alteración de alguno de los mecanismos a disposición de las empresas sobre la creación de valor, no llegándose a contrastar unánimemente que el mayor uso de alguno de los instrumentos de control interno tenga necesariamente relación positiva con el resultado de la empresa. Demsetz y Lehn (1985) no llegan a encontrar relación entre la rentabilidad empresarial y la concentración de la propiedad; otros autores como Morck, Shleifer y Vishny (1989), McConnell y Servaes (1990) o Hermalin y Weisbach (1991) encuentran relaciones no lineales entre la propiedad en manos de internos y los resultados de la empresa. Numerosos trabajos que tratan de probar la hipótesis de que a mayor independencia del consejo de administración mejores resultados para la empresa también obtienen evidencias contradictorias. Mientras Hermalin y Weisbach (1991) encuentran relaciones poco significativas entre el porcentaje de miembros externos en el consejo de administración y las medidas contables de la rentabilidad empresarial o la Q de Tobin, autores como Yermarck (1996), Agrawal y Knoeber (1996) o Bhagat y Black (1999, 2002), evidencian correlaciones negativas entre la creación de valor de la empresa y la proporción de consejeros externos.

Precisamente, Bhagat y Black (1999:39) y Agrawal y Knoeber (1996) ya planteaban como una futura y fructífera línea de investigación considerar la hipótesis de endogeneidad de los mecanismos de control corporativo, los cuales interaccionan complementando su efecto, de tal forma que hoy en día la hipótesis de endogeneidad en el gobierno de la



empresa se asume por la literatura. Agrawal y Knoeber (1996) defienden que un mayor uso de uno de los mecanismos de control no está necesariamente relacionado con un mejor resultado del ejercicio, ya que cuando un mecanismo se usa más otro se usará menos, y el resultado puede ser igualmente bueno. Para Wintoki et al. (2012), el problema de agencia derivado de la separación de la propiedad y el control en la empresa está magnificado y afirma que una determinada estructura de gobierno, como son los consejos de administración pequeños, o un determinado grado de concentración de la propiedad no son universalmente buenos para todas las empresas, ya que las estructuras de gobierno son, en general, eficientemente determinadas por las propias organizaciones en respuesta a las relaciones contractuales en las que se ven inmersas y del marco institucional en el que desarrollan su actividad.

En los siguientes apartados se tratará de exponer los antecedentes de esta línea de investigación, basada en la endogeneidad de los mecanismos de gobierno de la empresa, donde se puede apreciar la evolución de la literatura en el tiempo y cómo la existencia de mecanismos de gobierno alternativos y su posible interacción hace que las investigaciones empíricas que relacionan a un único dispositivo de gobierno corporativo con la creación de valor de la organización pierdan rigurosidad.

### **3.2 LA COMPLEMENTARIEDAD DE LOS MECANISMOS DE GOBIERNO CORPORATIVO: EL EFECTO SUSTITUCIÓN**

Los primeros trabajos que se centran en este enfoque, comienzan analizando el efecto de complementariedad entre pares de mecanismos, normalmente un mecanismo interno y otro externo. Williamson (1983) sugiere la denominada *hipótesis de sustitución*, donde un mecanismo interno cubre las deficiencias disciplinarias de un mecanismo externo de control.

#### **3.2.1 El efecto sustitución entre mecanismos internos y externos**

El funcionamiento de los diferentes mercados como mecanismos de control externo de la discrecionalidad directiva complementa su labor supervisora con los mecanismos internos de gobierno, lo cuales sí pueden ser elegidos por la empresa. John y Kedia (2002) argumentan que un sistema de gobierno óptimo es, en parte, función del nivel de

desarrollo de las instituciones financieras y de los mercados<sup>1</sup>, planteando un modelo teórico de la interdependencia entre estructura de propiedad, deuda y desarrollo de los mercados de capitales; Bertrand y Mullainathan (1998) estudian la interacción entre el mercado de capitales y los planes de compensación de directivos; Aggarwal y Samwick (1999) se centran en la relación entre el mercado externo de productos y los planes de compensación de directivos, contrastando la importancia que tiene la competencia en los mercados de productos en el diseño de incentivos. El mercado de directivos y su interacción con la estructura del consejo de administración también ha sido objeto de análisis, encontrando Weisbach (1988) que el cambio de altos directivos es más sensible al resultado cuando el consejo de administración está dominado por consejeros externos.

Uno de los casos más estudiados es el efecto conjunto de las tomas de control y el consejo de administración, donde puede verse el funcionamiento simultáneo de mecanismos externos e internos. En estos casos, puede apreciarse como un intento de toma de control, por parte de inversores externos, puede afectar al comportamiento del consejo de administración, el cual puede oponerse al cambio y reaccionar despidiendo al equipo directivo, ya que una toma de control transmite información negativa sobre la gestión de los directivos (Williamson, 1983; Hirshleifer y Thakor, 1994, 1998; Kini et al., 1995). De tal manera que, la presión ejercida por el mercado de control corporativo empuja a los mecanismos internos de gobierno corporativo a adquirir mayor importancia, y el consejo de administración, que en estos casos tiende a estar dominado por consejeros externos, toma las decisiones de control que el mercado no ha podido hacer efectivas; por otra parte, los mecanismos internos se hacen menos necesarios y el consejo de administración tiende a tener más consejeros internos, cuando el mercado de toma de control sí es activo y eficiente (John y Senbet, 1998).

Brickley y James (1987) también estudian la relación entre el mercado de control corporativo y mecanismos internos como la independencia del consejo y la propiedad en manos de directivos, encontrando evidencias de que no hay cambios significativos en la

---

<sup>1</sup> John y Kedia (2002) consideran como determinantes de la configuración de un sistema de gobierno corporativo óptimo, la liquidez de los mercados, las regulaciones bancarias, de procedimientos de quiebra y tomas de control, así como los factores políticos de un país.

estructura de propiedad en situaciones de adquisición o no adquisición, mientras que el consejo de administración es más independiente en caso de adquisición; por tanto, no queda claro el efecto que tiene la estructura de propiedad a la hora de contrarrestar el efecto del mercado de control corporativo. Gillan, Hartzell y Starks (2003) y Gillan (2006) tratan de ver si la independencia del consejo de administración y el mercado de control corporativo son mecanismos sustitutivos o complementarios. En el caso de que haya empresas con consejos de administración independientes que estatutariamente tienen pocas medidas de defensa ante posibles Opas adoptadas, estaríamos ante mecanismos complementarios. Contrariamente, cuando concurren consejos de administración independientes y medidas de defensa, entonces la independencia del consejo y el mercado de control corporativo son sustitutivos. Las medidas de defensa contra Opas se diseñan para blindar a los directivos contra las fuerzas del mercado, por tanto los consejeros independientes deben realizar la labor que el mercado no puede hacer (Bhagat y Jefferis, 2002).

Por otra parte, en la literatura también se observa una relación negativa entre la liquidez de los mercados y la concentración de la propiedad, dado que la elevada propiedad en manos de los accionistas incentiva a éstos a ejercer un mayor control sobre la actividad directiva, lo que implica una asimetría informativa que redundará en un mayor conocimiento del precio futuro de las acciones y en una penalización del mercado que hará reducir su liquidez (Mínguez y Martín, 2003). Para Bhidé (1993) la liquidez de las acciones se puede incrementar con una propiedad más dispersa, por lo que liquidez de mercado y concentración de la propiedad son mecanismos redundantes que no se dan de una manera conjunta. Mínguez y Martín (2003) contrastan, para el mercado de valores español, que las empresas con una estructura de propiedad más concentrada presentan una menor liquidez en el mercado, sin embargo, no hallan evidencia de que la liquidez del mercado sea un determinante de la concentración de la propiedad.

### **3.2.2 El efecto sustitución y la complementariedad entre mecanismos internos**

La literatura también ha tenido en cuenta la complementariedad entre mecanismos internos, jugando con el efecto neto que ejercen los controles e incentivos sobre la discrecionalidad directiva.

Coles et al. (2001) distinguen entre dos tipos de mecanismos internos que la empresa puede utilizar de forma complementaria para alinear los intereses del primer directivo o CEO con los accionistas. Se trata de la composición y la estructura de propiedad del consejo de administración, y los mecanismos de incentivos, que engloban los sistemas de compensación del CEO, la propiedad en manos de la dirección y la permanencia en el puesto. Los autores argumentan que se produce un efecto de sustitución entre ambos tipos de mecanismos internos, de tal manera que las empresas que no utilizan mecanismos de control corporativo, como por ejemplo un elevado porcentaje de consejeros independientes, deben hacer más énfasis en los mecanismos de incentivos si quieren obtener un mejor resultado, y viceversa, aquellas empresas que no incentivan a sus directivos, deben recurrir a un mayor control corporativo si quieren una mayor creación de valor.

Esta relación inversa entre el control ejercido por parte de los accionistas y el consejo de administración y los sistemas de compensación directiva también puede verse en Almazán y Suarez (2003) y Adams y Ferreira (2005), quienes analizan por qué un consejo de administración permisivo ante la actuación de los directivos también puede ser eficiente. Los primeros argumentan que se debe a que dicha pasividad se complementa con fuertes incentivos y sistemas de compensación, y otros, a que son las propias funciones consultiva y de vigilancia del consejo de administración las que se compensan entre sí. Asimismo, para Mehran (1995) las empresas con alta participación en el capital por parte de los directivos y consejeros tienen un menor uso de otros sistemas de compensación en la remuneración para alinear intereses, ya que no son necesarios.

Berry, Fields y Wilkinds (2006) obtienen resultados que evidencian el efecto sustitución entre la propiedad en manos de internos y la composición del consejo de administración contrastando la existencia de una relación negativa entre la propiedad del CEO y la independencia de los consejeros, en consistencia con los resultados obtenidos por Dahya y McConnell (2005). Weisbach (1988) concluye que un consejo de administración dominado por externos incrementa el valor de la empresa ya que es más probable que se destituya al CEO en caso de haber malos resultados empresariales, por lo que la independencia del consejo compensa la mala actuación del CEO.

Berger et al. (1997) estudian también la interacción entre mecanismos internos y encuentran una relación entre la deuda como mecanismo de control y la permanencia del consejero delegado y el tamaño del consejo, y sugieren que la disminución del control por parte del CEO o de un consejo de administración de excesivo tamaño se compensa con un incremento de la deuda. Bathala y Rao (1995) también concluyen que tanto la deuda, como la propiedad en manos de internos y la política de dividendos, son mecanismos sustitutivos de una composición menos independiente del consejo de administración.

Chen y Steiner (1999) y López de Foronda (2004) revisan la relación que puede tener la política de dividendos con diferentes mecanismos internos a disposición por la empresa, poniendo de manifiesto la relación entre la política de dividendos y la estructura de propiedad, deuda, el consejo de administración o la compensación directiva. La política de dividendos llevada a cabo por una sociedad puede ayudar a completar la falta de control y supervisión derivada de una estructura de capital dispersa, forzando a los directivos de la entidad a acudir con mayor frecuencia al mercado de capitales. La supervisión no ejercida directamente por los accionistas pasa a llevarse a cabo a través del mercado y para ello se utilizan los dividendos, con lo que se reducen los costes de agencia que conllevaría el control directo de la actuación directiva por un accionariado disperso. Jensen, Solberg y Zorn (1992), encuentran evidencias de la relación negativa entre la propiedad interna y los mecanismos de la deuda y el reparto de dividendos. Es decir, un incremento en la proporción de capital en manos de los directivos disminuirá los costes de agencia derivados de la dispersión del capital y tendrá un efecto negativo en el nivel de deuda y en el pago de dividendos, ya que éstas políticas financieras se hacen menos necesarias. Esta es una conclusión a la que también llegan Agrawal y Jayaraman (1994) que comparan la política de dividendos de empresas endeudadas y empresas sin deuda, así como la política de dividendos en empresas con un alto porcentaje de capital en manos de directivos, llegando a la conclusión de que las empresas con deuda y con baja propiedad directiva tienen mayores ratios de reparto de dividendos.

Por otra parte, el empleo de sistemas de compensación directiva también sustituye a los dividendos como mecanismo de alineación de intereses entre accionistas y gerentes, ya que las empresas que utilizan estas formas de remuneración a sus directivos disminuyen su reparto de dividendos. Sin embargo, en determinados sectores con elevados costes de agencia de supervisión estos mecanismos pasan a complementarse en vez de sustituirse y los planes de compensación se unen con el pago de dividendos con el fin de reducir el conflicto entre propiedad y control (López de Foronda, 2004).

En este mismo sentido, Berry et al. (2006) concluyen, gracias al análisis conjunto de la propiedad en manos de internos, la estructura de la propiedad, la composición del consejo y los sistemas de compensación, que la disminución en la propiedad de los internos, cuando una empresa comienza a cotizar en bolsa, hace desarrollar mecanismos de gobierno corporativo alternativos para tratar de mitigar el resultante incremento de los costes de agencia de control derivados de la existencia de una propiedad más fragmentada, por lo que existe una relación negativa entre la propiedad poseída por el consejero delegado y el resto de mecanismos internos mencionados (Mikkelsen, Partch y Shah, 1997).

Esta compensación del efecto de los mecanismos internos de gobierno corporativo también puede verse en Boyd (1994) y Core, Holthausen y Larcker (1999) cuando estudian la relación entre la composición del consejo de administración, la estructura de propiedad y el salario del CEO, y contrastan que ante la presencia de estructuras de gobierno débiles, caracterizadas por la falta de consejeros externos y dispersión de la propiedad, se tiende a pagar más al CEO. Hallock (1997) coincide diciendo que el salario del CEO se incrementa ante la presencia de un mayor número de consejeros internos.

Otros estudios han seguido en esta línea de investigación, aunque son pocos los que tratan de analizar de forma conjunta la interacción de los diferentes mecanismos de gobierno a disposición de las empresas y su dependencia de los mecanismos externos a la organización y aún menos los que relacionan tal interacción con el marco institucional en el que opera la empresa. En este sentido, López de Foronda (2004) sí introduce la influencia del ámbito institucional a través del sistema legal, encontrando evidencias

empíricas de que la estructura de propiedad y la política de dividendos presentan serias diferencias en función del entorno institucional al que pertenezcan las empresas.

### **3.3 EVIDENCIAS CONTRADICTORIAS EN EL ESTUDIO DE LA RELACIÓN ENTRE LOS MECANISMOS DE GOBIERNO Y EL RESULTADO DE LA EMPRESA.**

Los problemas de agencia generados en la empresa como consecuencia de la separación entre la propiedad y el control dan lugar a que el resultado alcanzado por la organización sea usado por los accionistas como una variable orientativa sobre el buen o mal hacer del equipo directivo. Las características del gobierno corporativo de una compañía pueden condicionar la creación de valor de la empresa, pero el resultado también puede ser un condicionante del gobierno corporativo (Bhagat y Romano, 2005).

Son mucho los trabajos que han tratado de determinar qué factores son los que influyen en los sistemas de gobierno de la empresa a través de la búsqueda de relaciones entre los diferentes mecanismos y el desempeño empresarial. El uso de los mecanismos de gobierno de control tiene un coste, y, dependiendo de las variables ambientales, puede que unos mecanismos sean más costosos que otros, por tanto, será necesario analizar el efecto en el resultado de elegir una combinación determinada de dispositivos de gobierno (Firth, Fung y Rui, 2002), en función de las características del marco institucional en que la empresa opere.

Firth et al. (2002:15) reconocen que, hasta ahora, la mayoría de la literatura ha considerado al valor de la empresa como un factor dependiente de la estructura de propiedad y de los mecanismos de control, aunque la evidencia empírica haya llegado a diferentes conclusiones sobre la importancia de estas relaciones, dado que muchas de estas investigaciones no han tenido en cuenta la posible interacción, complementariedad y sustitución, entre los mecanismos de gobierno.

Mientras autores como Shleifer y Vishny (1986) consideran que la presencia de grandes accionistas mejora el resultado de la empresa, otros trabajos como Demsetz y Lehn (1985), Denis y Denis (1994) para Estados Unidos, Bergstrom y Rydqvist (1990) para Suecia, Craswell, Taylor y Saywell (1997) para Australia o Prowse (1992) para Japón, no han encontrado relaciones significativas entre estructuras de propiedad concentradas y

la obtención de mejores resultados, por lo que no existen conclusiones unánimes sobre la relación entre concentración de propiedad y resultado empresarial. Los accionistas mayoritarios ejercen un mayor control sobre las empresas con el fin de maximizar la creación de valor, pero la heterogeneidad de los resultados obtenidos en las investigaciones empíricas puede que venga dada por no tener en cuenta la utilización de otros mecanismos de gobierno o porque se han ignorado las condiciones del marco institucional.

Tal y como señalábamos en la introducción de este capítulo, Morck et al. (1988), McConnell y Servaes (1990), Hermalin y Weisbach (1991) o Denis, Denis y Sarin (1997) encuentran relaciones no lineales entre la propiedad en manos de directivos y consejeros internos y los resultados de la empresa, en contradicción con los postulados de Jensen y Meckling (1976). Para Bhagat y Bolton (2008) la posibilidad de destitución del equipo directivo, como consecuencia de la obtención de malos resultados empresariales, está positivamente correlacionada con la existencia de consejeros que poseen acciones de la empresa; sin embargo, esta probabilidad está negativamente correlacionada con las medidas de buen gobierno empresarial propuestas por Gompers et al. (2003) y Bebchuk et al. (2009), a pesar de los malos resultados.

También existen evidencias contradictorias entre autores que analizan la relación entre la independencia del consejo de administración y la creación de valor. Hermalin y Weisbach (1991) encuentran relaciones poco significativas entre el porcentaje de miembros externos en el consejo de administración y las medidas contables de la rentabilidad empresarial o la Q de Tobin, argumentando que si existe un equilibrio entre consejeros internos y externos, en función de las características de la empresa, no debería haber relaciones significativas entre la composición del consejo y el resultado empresarial. En este sentido, Dalton, Daily, Ellstrand y Johnson (1998) tampoco encuentran una relación significativa entre las características del consejo de administración y el resultado empresarial. Sin embargo, otros autores como Yermack (1996), Agrawal y Knoeber (1996), Bhagat y Black (1999, 2002) o Bhagat y Bolton (2008), evidencian correlaciones negativas entre la creación de valor de la empresa y la independencia del consejo. Hermalin y Weisbach (1988) explican esta relación negativa



sugiriendo que los consejeros externos son incorporados, en mayor medida, en los consejos de administración de las empresas con malos resultados.

Los resultados obtenidos por McConnell y Servaes (1990) confirman una relación positiva entre la existencia de inversores institucionales y el resultado de la empresa, sustentando la hipótesis de que este tipo de inversores pueden ser más activos en el control del equipo directivo (Coffee, 1991); sin embargo, Karpoff, Malatesta y Walkling (1996) no encuentran evidencia significativa que relacione la existencia de rendimientos anormales con la adopción de propuestas hechas por inversores institucionales.

Un paso más en el estudio de la influencia de los mecanismos de gobierno corporativo en el resultado de la empresa lo dan autores como López de Foronda, López y Santamaría (2007) al tener en cuenta, como factor condicionante de esa relación, el sistema legal del país donde la empresa desarrolla su actividad como variable representativa del entorno institucional. Estos autores analizan la influencia de las características del gobierno corporativo de una muestra de empresas de 15 países europeos sobre el resultado empresarial, encontrando que distintos mecanismos como la estructura del capital, la propiedad en manos de directivos y la concentración de la propiedad, tienen diferente comportamiento según el marco institucional donde se estén aplicando y su influencia sobre el resultado de las empresas también puede variar. Entre sus conclusiones destaca el diferente efecto que la deuda y la propiedad directiva tienen sobre el resultado. En los países adscritos a la *common law*, donde la propiedad es más dispersa, la deuda y bajos niveles de propiedad directiva están positivamente relacionadas con el resultado de la empresa, actuando como mecanismos sustitutivos a la hora de solucionar los posibles problemas de agencia, mientras que una elevada propiedad en manos de directivos tiene el efecto contrario. Por otra parte, en aquellos países donde el sistema legal está basado en el derecho romano, la deuda y la propiedad interna no tienen relación significativa con el resultado, ya que la concentración de la propiedad, que caracteriza estos marcos institucionales, disciplina de manera suficiente la actuación directiva. Asimismo, en este grupo de países la existencia de un segundo accionista significativo puede tener un doble efecto sobre el resultado, por un lado puede entrar en conflicto con el resto de grandes accionistas reduciendo el valor de la

empresa o bien estar positivamente relacionada con el resultado empresarial ya que supone un control sobre la acción expropiadora del primer accionista.

Como vemos, la mezcla de los resultados obtenidos en las diferentes investigaciones empíricas que analizan el efecto unilateral de alguno de los mecanismos de control sobre el desempeño empresarial, parece contradecir en algunos casos los postulados de la teoría de la agencia sobre cómo reducir los problemas de azar moral y selección adversa. Sin embargo, dichas contradicciones pueden deberse a la existencia de endogeneidad entre los mecanismos de gobierno, así como entre éstos y el valor de la empresa, la cual no se tiene en cuenta cuando analizamos aisladamente el efecto de cada uno de los mecanismos sobre el resultado, y que supondría que las empresas podrían elegir la estructura de propiedad y los mecanismos de control más apropiados para maximizar su valor. Además, el hecho de ignorar que el entorno institucional es un factor decisivo en la aplicación de uno u otros mecanismos de gobierno, como ocurre en numerosos de los trabajos referenciados, también da lugar a la existencia de lagunas significativas en este tipo de trabajos.

#### **3.4 ENDOGENEIDAD ENTRE LOS MECANISMOS DE GOBIERNO CORPORATIVO Y EL RESULTADO DE LA EMPRESA: LA HIPÓTESIS DEL EQUILIBRIO**

El análisis conjunto de los mecanismos de gobierno corporativo, el estudio de la posible complementariedad o sustitución entre ellos, así como la existencia de una interdependencia entre el valor de la empresa y las estructuras de gobierno de la misma, ha llevado a los investigadores a ir más allá y tratar de analizar el efecto conjunto de todas estas variables con el fin de llegar a alguna conclusión sobre cómo se constituyen los sistemas de gobierno y si la empresa puede interceder en su sistema de gobierno en busca de un mejor resultado empresarial.

El principal problema que existe a la hora de estudiar la relación entre el gobierno corporativo y el resultado de la empresa es que no se trata de variables independientes. Las características de la estructura de gobierno de una empresa dependen de factores relativos a los contratos establecidos para gobernar la relación entre tipos de accionistas y entre accionistas y directivos, afectando a la estructura de propiedad y al resultado, de

tal manera que tanto la estructura de propiedad condiciona el resultado como el resultado determina la estructura de gobierno de una empresa (Bhagat, Bolton y Romano, 2007).

La búsqueda de un sistema de gobierno corporativo mejor, que alivie los problemas de agencia de las empresas, puede llevar a plantearse diferentes soluciones: una mayor concentración de la propiedad en manos de grandes accionistas o inversores institucionales que les lleve a controlar más exhaustivamente al equipo directivo; una mayor concentración de la propiedad por parte de los internos que alinee sus intereses con los del resto de accionistas; un mayor uso de la deuda que obligue a los directivos a ser más diligentes en el uso de los recursos disponibles; y así sucesivamente, podríamos ir enumerando la función de cada uno de los mecanismos de control a disposición por las empresas. Sin embargo, tal y como señalan Agrawal y Knoeber (1996) en lo que es uno de los trabajos más citados y pioneros sobre interacción entre mecanismos de gobierno, no dejan de ser diferentes caminos alternativos que buscan incentivar al equipo directivo que controla la empresa, de tal manera que pueden usarse unos u otros mecanismos, complementándose, si la relación entre ellos es positiva, o sustituyéndose, si dicha relación es negativa, pero dando lugar a una situación de ajuste entre todos ellos, así como con el resultado.

Los mecanismos de gobierno corporativo, tanto internos como externos, el valor o rendimiento alcanzado por la empresa y las características del marco institucional donde la empresa desarrolla su actividad son piezas de un mismo rompecabezas. Por tanto, el desenlace del mismo, es decir, la creación de valor resultante de la actividad de las empresas, se ajustará a la elección de mecanismos de gobierno que hagan las mismas desde un punto de partida que establecen los condicionantes ambientales (Coles et al., 2001). El uso de los mecanismos externos de gobierno corporativo no es una decisión de la empresa sino que es determinado por agentes externos, por tanto, el uso de los mecanismos internos, que sí están a disposición de la empresa, estará condicionado por el tipo y grado de aplicación de los externos. En definitiva, la elección que haga la empresa sobre su sistema de gobierno corporativo estará condicionada por los mecanismos externos y el resto del marco institucional que afectan a la empresa.

Este hecho pone de manifiesto la no existencia de un sistema de gobierno óptimo o eficiente común para todas las empresas y lleva a preguntarse sobre cuáles son las características de países y sectores que hacen óptimos los sistemas. Parece lógico pensar que aquellas empresas que dispongan de sistemas óptimos de gobierno conseguirán reducir sus costes de agencia y, por ende, conseguirán mejorar sus resultados. Sin embargo, aunque el mayor uso de cada uno de los mecanismos de control incrementa el alineamiento de los intereses del equipo directivo, dicho uso supone un coste, directo o indirecto, de tal manera que la elección de un sistema de gobierno óptimo requiere que el beneficio marginal del mayor uso de cada uno de los mecanismos compense su coste marginal (Knoeber, 1986; Agrawal y Knoeber, 1996).

Trabajos como los de Rediker y Seth (1995), Agrawal y Knoeber (1996), Coles et al. (2001), Firth et al. (2002) o Bhagat y Jefferis (2002), inciden en la poca importancia que tiene el efecto individual de cada uno de los mecanismos de la empresa sobre el valor de la misma, en relación con el efecto conjunto de todos los mecanismos elegidos, dado el efecto de sustitución o complementariedad que existe entre ellos ya que su aplicación es simultánea, llevando a establecer conclusiones incorrectas al no considerar la endogeneidad entre ellos (Berry et al., 2006).

Autores como Demsetz y Lehn (1985), Hermalin y Weisbach (1988), Jensen y Warner (1988), Himmelberg, Hubbard y Palia (1999), Demsetz y Villalonga (2001) o Adams y Ferreira (2007), ya sostenían que la estructura de propiedad de la empresa estaba determinada de manera endógena por las relaciones contractuales de la empresa las cuales difieren de unas empresas a otras, centrándose en el estudio de la propiedad en manos de internos como incentivo que permite alinear intereses y no como mecanismo de control.

Asimismo, la estructura de capital de una empresa también mantiene una relación endógena con el resultado ya que también sirve de mecanismo de control de la discrecionalidad directiva, reduciendo el libre *cash-flow* a disposición de los directivos (Jensen, 1986).

Rediker y Seth (1995), Prevost, Rao y Hossain (2002), Hermalin y Weisbach (2003) y Bhagat y Black (2002) analizan la endogeneidad entre el resultado de la empresa y las características del consejo de administración. Prevost et al. (2002) lo hacen entre el resultado y la composición del consejo de administración, teniendo en cuenta la endogeneidad existente entre ambas variables y la relación con otros mecanismos de gobierno corporativo como son la concentración de la propiedad, la deuda, el tamaño del consejo y la dualidad del CEO, encontrando evidencia de la relación positiva entre ambos para una muestra de empresas neocelandesas. Asimismo, documentan el efecto sustitución entre la propiedad en manos de internos y la existencia de consejos externos como mecanismos de control de los problemas de agencia, aunque también ponen de manifiesto que para muy altos niveles de propiedad interna la proporción de consejeros externos también es mayor, con el fin de evitar el efecto negativo del atrincheramiento de directivos. Adams, Almeida y Ferreira (2005) también tienen en cuenta la endogeneidad entre las características del CEO y los resultados empresariales, contrastando la causalidad en ambos sentidos. Autores como Jayaraman, Khorana, Nelling y Covin (2000) y Morck et al. (1988) ya habían encontrado una influencia positiva de la presencia de un CEO que fuese a la vez fundador de la empresa sobre el resultado. Adams et al. (2005) encuentran evidencia de la relación inversa, contrastando que el resultado de la empresa tiene un efecto negativo sobre la probabilidad de que la empresa sea dirigida por uno de sus fundadores.

Wintoki et al. (2012) van más allá considerando la existencia de una endogeneidad dinámica (Hermalin y Weisbach, 2003)<sup>2</sup>, según la cual las estructuras de gobierno corporativo y el resultado de las empresas no solamente se dan de forma simultánea, sino que el gobierno actual de las empresas también está determinado por cambios en el resultado de periodos anteriores.

Para Hermalin y Weisbach (2003), si se da una relación significativa entre el gobierno de la empresa y el resultado, dicha relación pone de manifiesto una situación de

---

<sup>2</sup> Hermalin y Weisbach (2003) ya especificaban que el resultado de la empresa es tanto consecuencia de las acciones de los consejeros actuales como un factor que potencialmente condicionará la elección de los próximos consejeros, de tal forma que aquellas investigaciones que obvian este hecho obtendrán resultados difícilmente interpretables.

desequilibrio, y las empresas podrían incrementar el valor de la empresa alterando alguno de los mecanismos de control e incentivos a su alcance. Según Agrawal y Knoeber (1996), Firth et al. (2002), Moore y Porter (2007), Schultz, Tan y Walsh (2010) o Wintoki et al. (2012), si se hace una elección óptima de los mecanismos internos en función de los externos y se analiza su efecto conjunto sobre el resultado, controlando la endogeneidad (Roberts y Whited, 2013), no habrá relación entre el valor de la empresa y el uso de los diferentes mecanismos. Según los defensores de la hipótesis de endogeneidad entre gobierno corporativo y resultado, en aquellas empresas en las que se elige una estructura de gobierno que compense los costes y los beneficios de los mecanismos de gobierno, se llega a una situación de equilibrio, sin que exista relación significativa entre los factores del gobierno de la empresa y su resultado (Ward, Brown y Rodriguez, 2009; Wintoki et al., 2012). Si los mecanismos internos se ajustan a los mecanismos externos, una variación en su uso reflejará que también ha habido un cambio en las condiciones externas, compensándose el efecto de unos con otros.

En definitiva, el gobierno corporativo y la creación de valor están conjuntamente determinados, poniéndose de manifiesto diferentes fuentes de endogeneidad. De acuerdo con Wintoki et al. (2012) se pueden identificar tres fuentes de endogeneidad en las relaciones del gobierno de la empresa con el resultado, la heterogeneidad inobservable que surge como consecuencia de factores no observables que afectan tanto al resultado como al gobierno corporativo (como la capacidad y habilidades del CEO, que resultan difíciles de cuantificar), la simultaneidad que puede aparecer cuando los agentes involucrados en las relaciones contractuales de la empresa eligen una estructura de gobierno basada en los resultados esperados, y la endogeneidad dinámica que es consecuencia de la influencia del resultado de ejercicios pasados tanto en el resultado actual como en el gobierno de la empresa (Roberts y Whited, 2013). De tal forma que cualquier estudio que analice la relación entre el gobierno de la empresa y el resultado, sin tener en cuenta la existencia de endogeneidad, deberá ser tomado con mucha prudencia (Schultz et al., 2010; Coles, Lemmon y Meschke, 2012). Son numerosas ya las investigaciones que tratan de controlar las diferentes fuentes de endogeneidad utilizando modelos dinámicos que tienen en cuenta los retardos de las variables

endógenas, así como de la variable dependiente (Schultz et al., 2010; Welch, 2010; Wintoki et al., 2012).

### **3.5 LOS ÍNDICES DE GOBIERNO CORPORATIVO: UNA MEDIDA DE LA CALIDAD CONJUNTA DEL GOBIERNO CORPORATIVO INTERNO**

Una tendencia bastante actual a la hora de examinar la relación entre gobierno corporativo y resultado empresarial es construir un índice que incluya un conjunto de dimensiones de la estructura de gobierno de una empresa, en la creencia de que el resultado de la empresa es función de su buen gobierno corporativo. Distintos trabajos han desarrollado medidas de la calidad del gobierno corporativo de las empresas, recogiendo en un único número las características de la estructura de gobierno de una organización, en lo que se conoce como índices de gobierno corporativo. Dichos índices tratan de predecir el resultado empresarial de estas firmas, lo que ha llevado a convertirlos en una herramienta muy comercial. Entre los más destacados nos encontramos con *G Index* desarrollado por Gompers et al. (2003), *Entrenchment o E Index* de Bebchuk et al. (2009) o el *Gov-Score Index* de Brown y Caylor (2006).

El G Index es una medida desarrollada por Paul Gompers, Joy Ishii y Andrew Metrick en 2001 después del escándalo de Enron y publicada en 2003. Este índice trata de medir la calidad del gobierno corporativo de una muestra de empresas cotizadas en Estados Unidos, encontrando evidencia de que una mayor calidad de su gobierno corporativo está asociada con mejores resultados de mercado en el futuro. Dado que la base de datos de este trabajo ha sido proporcionada por el *Investor Responsibility Research Center (IRRC)*, una asociación sin ánimo de lucro que presta servicios a inversores institucionales, la mayor parte de las variables incluidas están relacionadas con medidas antiopas, ya que los clientes del IRRC han sido inversores muy activos en la oleada de opas de los 80 en Estados Unidos (Bhagat et al., 2007). Este índice puede variar teóricamente de 0 a 24, aunque en la práctica oscila entre 2 y 17, indicando una peor calidad del gobierno de la empresa cuando el índice toma valores más altos, ya que se añade un punto por cada medida de defensa adoptada en los estatutos de la empresa que limita los derechos de los accionistas. Los autores examinan la relación entre su

índice y diferentes medidas del resultado: rendimiento de las acciones, la Q de Tobin, el beneficio neto, la rentabilidad financiera y el crecimiento de las ventas, encontrando una relación significativa entre el índice con el rendimiento de las acciones en el mercado a largo plazo y con la Q de Tobin, de tal manera que aquellas empresas que tienen un peor gobierno corporativo obtienen peores resultados. A pesar del éxito de esta investigación, los propios autores advierten que es necesario tener cautela tanto en la interpretación como en la aplicación de tales resultados.

El E Index o Entrenchment Index ha sido desarrollado por Bebchuck, Cohen y Ferrell en 2005 y publicado en 2009. Estos autores siguen el mismo desarrollo que Gompers et al. (2003), en un intento por superar al *G Index* como predictor del resultado empresarial, ya que solamente incluyen 6 de las principales medidas de defensa que, según los propios autores, mejor pueden evitar una opa hostil. Al igual que *G Index* un mayor valor del índice refleja un gobierno corporativo más pobre. Bebchuck et al. (2009) examinan la relación entre su índice y los rendimientos de las acciones en el mercado y la Q de Tobin ajustada al sector, confirmando la relación positiva ya encontrada por Gompers et al. (2003).

Lawrence Brown y Marcus Caylor son los creadores del *Gov-Score Index* a partir de la información proporcionada por el *Institutional Shareholder Services* (IIS). El índice incluye 51 variables, 9 de las cuales también forman parte del *G Index*, pero con la diferencia de que introduce un mayor número de componentes distintos a la defensas antiopas. La muestra utilizada es sensiblemente más grande, un total de 2.000 empresas, pero tiene la desventaja de que solamente tiene observaciones para el año 2003. Este índice toma, en la práctica, valores entre 13 y 38, pero con un sistema de puntuación inverso a los anteriores, de tal manera que un valor más alto refleja un gobierno corporativo de mejor calidad. Los autores examinan la relación de este índice con la Q de Tobin sin ajustar al sector, encontrando una relación positiva significativa, de tal manera que una mayor calidad del gobierno de la empresa está asociada a mejores resultados.

A pesar del auge de los mencionados índices de gobierno corporativo, Bhagat et al. (2007) se cuestionan si realmente hay una relación causal entre gobierno de la empresa



y resultado. A pesar de que se encuentran asociaciones positivas entre el *G Index*, *E Index* y el *Gov-Score* y diferentes medidas del resultado empresarial, Bhagat et al. (2007) lo definen como correlación y no como causalidad, apostillando que el uso de estos índices para predecir el resultado empresarial no tiene por qué dar resultados econométricos más robustos que cuando se predice con una única variable de gobierno corporativo (Bhagat y Bolton, 2008).

Lehn, Patro y Zhao (2007) analizan el efecto de causalidad para el *G Index* y el *E Index* y afirman que es el resultado de años anteriores el que condiciona el posterior gobierno de la empresa, por tanto la causalidad se da desde el resultado hacia el gobierno corporativo, de tal manera que empresas con malos resultados a principios de los 80 adoptaron medidas de defensa ante posibles tomas de control a finales de esta misma década y han continuado teniendo resultados pobres en los 90. Cremers y Nair (2005) y Core, Guay y Rusticus (2006) tampoco encuentran evidencia que contraste la hipótesis de causalidad entre un gobierno corporativo pobre medido a través del *G Index* y un mal resultado empresarial.

Cremers y Nair (2005) llegan a la conclusión de que la combinación de la calidad de los mecanismos internos y externos es lo que está asociado a un mejor resultado y no solamente el efecto de las medidas de defensa predominantes en los índices de Gompers et al. (2003) y Bebchuck et al. (2009).

Core et al. (2006) encuentran una relación significativa de signo negativo entre el resultado de las operaciones medido a través del ROA, en vez del rendimiento del mercado a largo plazo, y el *G Index*. Bhagat y Bolton (2008) también analizan la relación de causalidad del *G Index* y del *E Index* con el ROA para ese mismo año, el año siguiente y los dos años siguientes, encontrando, al igual que Core et al. (2006), una relación negativa significativa entre los índices y el ROA, pero esta vez a través de un sistema de ecuaciones simultáneas, para el mismo año y el año siguiente. Sin embargo, cuando analizan la relación endógena entre los índices y los rendimientos del mercado en esos mismos años, ésta mantiene el signo pero deja de ser significativa. La razón de la disparidad de resultados tiene dos fuentes, en primer lugar, ni Gompers et al. (2003) ni Bebchuk et al. (2009) han tenido en cuenta la endogeneidad de las variables analizadas,

y, en segundo lugar, han utilizado los rendimientos del mercado a largo plazo como medida del resultado.

Por último, Bhagat y Bolton (2008) también analizan la relación endógena entre los índices *G Index* y *E Index* y una única variable representativa del gobierno corporativo de una empresa como son, la propiedad en manos de consejeros, la dualidad en las funciones de CEO y presidente del consejo y la independencia del consejo. En el primer caso, se da una relación positiva y significativa entre la propiedad en manos de los consejeros y el ROA para el mismo año, el año siguiente y los dos años siguientes. En el segundo caso, se da una relación negativa significativa entre la existencia de dualidad en el puesto del CEO y el ROA también para ese mismo año, el año siguiente y los dos años siguientes. Estos resultados llevan a los autores a plantearse la utilidad de estos complejos índices de gobierno corporativo cuando con determinadas variables aisladas del gobierno se obtienen resultados que evidencian la misma relación. El tercero de los casos planteados pone de nuevo de manifiesto la heterogeneidad de resultados emanantes del estudio de la independencia del consejo de administración, mostrando una relación negativa significativa entre el mayor número de consejeros independientes y el ROA para esos mismos años, por lo que se pone en entredicho las recomendaciones sobre la mayor independencia del consejo.

La construcción de índices de calidad del gobierno corporativo como el *G Index* desarrollado por Gompers et al. (2003), *Entrenchment o E Index* de Bebchuk et al. (2009) o el *Gov-Score Index* de Brown y Caylor (2006), resultan para Bhagat et al. (2007) instrumentos imperfectos para informar sobre las decisiones de inversión y delegación de votos en la empresa. Estos índices combinan un conjunto de variables del sistema de gobierno de una empresa dando lugar a un único número que representa la calidad del su gobierno corporativo, en la creencia de que el resultado de la empresa es función del buen gobierno corporativo, es decir, de una buena puntuación en los índices (Bhagat et al., 2007). El uso de estos índices puede incrementar el problema de endogeneidad entre gobierno corporativo y resultado, ya que su construcción se basa en asunciones erróneas sobre los componentes del buen gobierno de una empresa, ya que se considera que las variables que dan lugar a un buen gobierno corporativo son las

mismas para todas las empresas y que, por tanto, siempre se complementan entre sí, cuando en realidad los datos sugieren que existen mecanismos de gobierno cuyos efectos son sustitutivos y no complementarios dependiendo de las características de la empresa y del marco institucional donde ésta opera.

### **3.6 LA INFLUENCIA DEL MARCO INSTITUCIONAL**

Los antecedentes analizados que enfatizan en la interacción y endogeneidad entre los diferentes mecanismos de gobierno, ponen de manifiesto la necesidad de completar el análisis de los sistemas de gobierno corporativo con las características del marco institucional en el cual se desarrollan, con el fin de diseñar sistemas de gobierno óptimos en función del entorno legal, económico y social donde la empresa opera.

Dado el efecto de sustitución o complementariedad de los mecanismos de gobierno, derivado de la simultaneidad en su aplicación, pueden usarse diferentes alternativas para controlar los problemas de agencia en la empresa, de tal manera que el uso de cada uno de los mecanismos depende del uso que se haga de los demás, perdiendo importancia el efecto individual de cada uno de ellos sobre la creación de valor para la empresa, en relación con el efecto conjunto de todos los mecanismos elegidos (Agrawal y Knoeber, 1996), condicionados todos ellos por el entorno de la empresa.

El marco institucional constituye el punto de partida en el diseño de las estructuras de gobierno de las empresas. Por tanto, y mientras las diferencias institucionales existentes en la actualidad perduren, cada empresa deberá buscar y combinar aquellos mecanismos de gobierno que mejor se adecuen a su entorno legal, político y social. De tal manera que, si es necesario, será la empresa la que deberá poner en marcha los mecanismos internos que compensen la falta de control e incentivos externos.

La legislación de cada país determina los derechos específicos y la protección que los inversores disfrutan en su relación con las empresas. Por tanto, la existencia o no de esa protección en un determinado país condicionará la estructura de propiedad y la financiación predominante en sus empresas, dando lugar a diversos conflictos y problemas de agencia, propios de ese entorno institucional y que tendrán que ser

resueltos a través de un diferente desarrollo y combinación de los instrumentos y mecanismos de gobierno corporativo (La Porta et al., 1997).

A modo de resumen, y después de analizar los tres grandes grupos de variables que influyen en el diseño de los sistemas de gobierno (mecanismos externos, mecanismos internos y marco institucional), pueden darse múltiples combinaciones de mecanismos de gobierno y variables ambientales, así como de las propias características empresariales, de tal manera que las relaciones de causalidad y la endogeneidad en el diseño de los sistemas de gobierno no revisten una única formulación aplicable a todas las empresas o marcos institucionales:

- Por ejemplo, la legislación vigente, a través de la mayor o menor protección legal, condiciona el peso del capital flotante en los fondos propios de las empresas, hecho que a su vez condiciona la composición del consejo de administración. Es decir, un mecanismo externo, como es la regulación a través del sistema legal, condiciona la articulación de los mecanismos internos dentro de la empresa, como son la concentración de la propiedad y la composición del consejo. Si la protección de los accionistas proviene de fuera de la organización, no es necesario generar costes de agencia internos adicionales, sino que se buscará la combinación de mecanismos más eficiente posible, de tal manera que se produce un ajuste de los mecanismos a disposición de la empresa que compensa la mayor o menor protección externa al inversor.
- La eficiencia del mercado de capitales como mecanismo supervisor, diferente en función del marco institucional, también condiciona la estructura de propiedad, dando lugar a una propiedad más concentrada si el mercado de capitales no es eficiente o más dispersa si el mercado es ágil. De igual manera que antes, la estructura de la propiedad condicionará el tipo de consejeros. Por una parte, si la propiedad es dispersa, el conflicto de intereses se dará entre accionistas y directivos, siendo más necesarios los consejeros independientes; por otra parte, una propiedad concentrada traslada el conflicto desde la relación accionista-directivo a la relación entre

accionistas mayoritarios y minoritarios, necesitando un consejo de administración con una combinación adecuada de consejeros ejecutivos, dominicales e independientes.

- El sistema financiero imperante en un país, a través de financiación bancaria o del mercado de capitales, junto con el grado de concentración de la propiedad propio de cada uno, propiedad dispersa y concentrada respectivamente, también puede tener relación con el tipo de actividad económica predominante en cada marco institucional y el grado de desarrollo económico. De esta manera, se ha relacionado la financiación a través del mercado de capitales y la dispersión de la propiedad con una inversión de mayor riesgo, por ejemplo, en nuevas tecnologías, mostrándose como un sistema financiero y de gobierno corporativo más efectivo en economías como la norteamericana. Por otra parte, la financiación bancaria y la concentración de la propiedad se asocian a inversiones en sectores maduros y tradicionales, basadas en inversiones en capital físico y humano, y resultan ser mecanismos más efectivos en economías como la alemana (Carlin y Mayer, 2003).
- La regulación de la auditoría, que puede dar lugar a unos marcos institucionales más rigurosos que otros en aspectos contables, también puede suponer un condicionante de los mecanismos internos de control, dando lugar a la posibilidad de una menor supervisión interna por parte del consejo de administración sobre la representación de la imagen fiel de la situación económico-financiera de la empresa en la contabilidad elaborada unilateralmente por el equipo directivo.
- Asimismo, ante un marco institucional dado, los mecanismos internos también se pueden complementar entre sí y con las características de la empresa, de tal manera que factores como el tamaño de la empresa o su nivel de endeudamiento también pueden ajustarse con las decisiones de gobierno adoptadas en el seno de la empresa, como pueden ser la estructura de propiedad o el tamaño y la composición del consejo.

Puede verse, por tanto, cómo múltiples combinaciones de variables institucionales, mecanismos externos e internos, así como las características propias de las empresas, pueden dar lugar a distintos sistemas de gobierno corporativo, dándose un ajuste y un equilibrio entre todos los diferentes elementos que lo componen, así como con el resultado de la empresa, tanto de un determinado ejercicio, como de ejercicios anteriores. La correlación con las variables puramente externas, y la endogeneidad, tanto contemporánea como dinámica, de las variables de gobierno, características empresariales y creación de valor, genera un sistema de gobierno propio para cada organización, ajustado a sus necesidades y problemas particulares, por lo que el análisis empírico de dicha relación, controlando la endogeneidad, no debería mostrar relaciones significativas entre dichos elementos, si realmente se trata de un gobierno corporativo en equilibrio.

**CAPÍTULO 4**  
**DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA**





#### **4.1 INTRODUCCIÓN**

El análisis del gobierno corporativo y sus relaciones empíricas con el resultado de la empresa ha dado lugar a un elevado volumen de literatura que, en muchos casos, arroja resultados y conclusiones divergentes y difíciles de interpretar sobre cuáles son los efectos y las relaciones habidas entre dichas variables. Las distintas estructuras de gobierno y de propiedad de las empresas resuelven problemas de agencia diferentes, sin que se pueda asumir que la aplicación de unos u otros mecanismos de gobierno corporativo sea la solución más eficiente para todas las empresas, como si de una receta mágica se tratase, ya que la aplicación de dichos mecanismos, además de unos beneficios, también impondrá unos costes que dependerán de los conflictos que tenga cada organización (Demsetz y Lehn, 1985).

Son numerosos los autores que asumen la existencia de algún tipo de endogeneidad entre los diferentes mecanismos de gobierno de la empresa y el resultado, de tal forma que las empresas elegirán aquellas estructuras de gobierno y de propiedad que maximicen sus beneficios, en función de sus características propias, sus relaciones contractuales y el marco institucional en el que desarrollen su actividad, sin que podamos hablar de un único modelo de gobierno corporativo.

De acuerdo con Wintoki et al. (2012) se pueden identificar tres fuentes de endogeneidad en el estudio de las relaciones del gobierno de la empresa con el resultado, la heterogeneidad inobservable que surge como consecuencia de factores no observables que afectan tanto al resultado como al gobierno corporativo, la simultaneidad que puede aparecer cuando los agentes involucrados en las relaciones contractuales de la empresa eligen una estructura de gobierno basada en los resultados esperados, y la endogeneidad dinámica que es consecuencia de la influencia del resultado de ejercicios pasados tanto en el resultado actual como en el gobierno de la empresa.

El contenido de este capítulo pasa por el planteamiento de las hipótesis que serán objeto de contrastación, con el fin de identificar la existencia de una relación dinámica de endogeneidad entre las estructuras de gobierno y propiedad de la empresa, las características propias de la organización y el resultado. Para ello se configura una muestra de 306 empresas pertenecientes a seis países de la Unión Europea para el periodo 2003-2008, previo a la crisis financiera, y se definen las variables más relevantes para la investigación. El capítulo finaliza con la propuesta de un plan de trabajo que permita abordar el análisis de las diferentes relaciones planteadas en el modelo y la elección de las técnicas estadísticas y econométricas propuestas para dicho análisis.

## **4.2 HIPÓTESIS**

Son muchos los trabajos que han tratado de determinar qué factores son los que influyen en los sistemas de gobierno y las estructuras de propiedad de la empresa a través de la búsqueda de relaciones entre los diferentes mecanismos de gobierno y el desempeño empresarial. Sin embargo, el uso de los mecanismos de gobierno de control tiene un coste, y, en función de las variables ambientales del entorno, el uso de unos

mecanismos pueden resultar más costoso que otros. Por tanto, será necesario analizar el efecto en el resultado de elegir una combinación determinada de dispositivos de gobierno (Firth et al., 2002), en función de las características del marco institucional en que la empresa opere.

Firth et al. (2002:15) reconocen que la mayoría de la literatura ha considerado al valor de la empresa como un factor dependiente de la estructura de propiedad y de los mecanismos de control, aunque la evidencia empírica haya llegado a diferentes conclusiones sobre la importancia de estas relaciones, dado que muchas de estas investigaciones no han tenido en cuenta la posible interacción y endogeneidad entre todos estos factores.

En este capítulo se va a plantear un modelo dinámico basado en la relación endógena que mantienen la estructura de gobierno corporativo<sup>1</sup>, la estructura de propiedad, las características propias de cada empresa y la creación de valor, dentro de un determinado marco institucional. Estas variables se ven determinadas entre sí, a la vez que se ven afectadas por sus propios valores pasados y condicionan sus valores futuros. Dicho modelo constituye el punto de partida de la investigación empírica y permitirá contrastar las hipótesis que se plantean a continuación.

#### **4.2.1 Hipótesis de la influencia del marco institucional**

El estudio y práctica del gobierno corporativo no puede desentenderse del contexto cultural, político-social y económico en que la empresa desarrolla su actividad (Olcese, 2005). El uso de los mecanismos de gobierno corporativo no es independiente del entorno en el que se desenvuelve la empresa, sino que depende del marco institucional establecido en cada país y de la composición y estructura del accionariado que dicha legislación promueva crear (Cuervo, 2004).

Como se ha visto en los capítulos anteriores, la clasificación más básica de los patrones de gobierno corporativo existentes en los países más desarrollados es la que distingue

---

<sup>1</sup> A partir de este momento, tanto en el diseño como en el desarrollo de la investigación empírica, se va a tener en cuenta, a efectos de nomenclatura, que la estructura de gobierno está determinada por el conjunto de decisiones que afectan al consejo de administración, en relación con su tamaño, composición y funcionamiento, con el fin de separar estas variables de las propias de la estructura de propiedad.

entre el modelo anglosajón o modelo basado en los mercados, propio de países como el Reino Unido y Estados Unidos, y el modelo de Europa Continental, menos homogéneo que el anterior y donde también se puede incluir a Japón. Esta clasificación lleva a pensar que no es el grado de desarrollo económico de un país el que explica las diferencias en la estructura de propiedad, la estructura financiera y la gestión de las empresas (Salas, 2002), sino que son otras las razones que determinan la existencia de dichas diferencias en la estructura de la propiedad, la composición del consejo de administración o la presencia de inversores institucionales, entre estos dos sistemas de gobierno.

Con carácter general, el patrón americano se ha identificado con un modelo de empresa de propiedad muy fragmentada entre inversores institucionales y accionistas minoritarios, tanto en lo que se refiere a los fondos propios como a la deuda, que opera en un mercado de capitales muy líquido. La liquidez del mercado permite que las operaciones de control corporativo se lleven a cabo de forma más eficiente, con el fin de garantizar el correcto comportamiento de los directivos y la búsqueda de la maximización del beneficio, con una mayor protección legal de los inversores que en el caso continental (La Porta et al., 1997, 1998). El modelo continental europeo se caracteriza por un modelo de empresa de propiedad más concentrada, que opera en mercados menos líquidos que el anglosajón, donde se distinguen claramente dos tipos de inversores, el núcleo duro formado por inversores estratégicos y los pequeños accionistas.

Ambos patrones de gobierno corporativo presentan ventajas e inconvenientes que producen distintos efectos sobre la eficacia del funcionamiento de las empresas (Fanjul, 1998). Para Shleifer y Vishny (1997a), los sistemas de gobierno son equivalentes a la hora de garantizar una supervisión efectiva sobre los directivos, contribuyendo de igual manera al éxito económico de cada una de estas naciones. Los problemas y conflictos de intereses a los que hay que hacer frente en cada uno de ellos son diferentes, produciéndose entre directivos y accionistas en el caso americano y entre los distintos tipos de accionistas en el modelo europeo, de tal manera que los elementos del marco institucional de cada área de influencia determinarán los mecanismos de gobierno más

eficientes para solucionar los conflictos en cada caso, condicionando en la configuración de dichos patrones de gobierno.

Cuando la propiedad está dispersa, como en el caso anglosajón, el consejo de administración juega un papel fundamental como órgano de supervisión y control, con una alta presencia de consejeros externos, que serán independientes cuando no existan accionistas significativos. Sin embargo, cuando la propiedad está concentrada, como en el caso de los países de Europa continental, la junta general de accionistas y el consejo de administración pierden importancia, ya que el núcleo duro de accionistas tiene el incentivo suficiente para controlar a sus directivos.

Por tanto, la literatura permite identificar modelos de gobierno corporativo claramente diferentes (La Porta et al., 1997, 1998; Roe, 1997; Gompers et al., 2003; Dyck y Zingales, 2004; Djankov et al., 2008), justificando el establecimiento de la siguiente hipótesis.

*Hipótesis 1. El marco institucional donde la empresa desarrolla su actividad condiciona la estructura de gobierno, la estructura de propiedad y las características de la propia empresa, permitiendo identificar diferentes modelos de gobierno corporativo.*

#### **4.2.2 Hipótesis de estricta exogeneidad entre las variables**

La asunción de estricta exogeneidad (Wooldridge, 2010) en el comportamiento de las variables que definen las estructuras de gobierno y propiedad de las empresas y el resultado, implica que dichas variables en un momento determinado son completamente independientes de cualquier variación en el resultado de la empresa (Wintoki et al., 2012), es decir, que no existe una relación entre el resultado como variable dependiente y los valores futuros de las variables independientes relativas al gobierno, propiedad y empresa. Sin embargo, la literatura ha puesto de manifiesto que tanto el gobierno de la empresa como la estructura de propiedad están influenciados por el resultado, tanto de ese ejercicio como de ejercicios anteriores (Hermalin y Weisbach, 2003; Bhagat y Bolton, 2008; Moore y Porter, 2007; Aggarwal et al., 2009; Schultz et al., 2010).

*Hipótesis 2. Las estructuras de gobierno y propiedad de las empresas, junto con sus características propias, no son exógenas al resultado obtenido por la empresa en ejercicios anteriores.*

Hermalin y Weisbach (1988) y Bhagat y Black (2002) sugieren que la independencia del consejo está negativamente relacionada con el resultado pasado. Por otra parte, también se puede plantear una relación indirecta entre características de la empresa y la estructura de gobierno corporativo (Demsetz y Lehn, 1985; Coles et al., 2012). Raheja (2005), establece que si la estructura del consejo de administración está determinada por ciertas características propias de la empresa y dichas características dependen del resultado pasado, entonces la composición del consejo también estará relacionada con ese resultado obtenido en ejercicios pasados. Wintoki et al. (2012) también encuentran evidencias de esta relación indirecta, diciendo que el tamaño del consejo de administración está relacionado con el resultado de ejercicios anteriores a través del tamaño de la empresa.

La estimación de un modelo de gobierno corporativo que trata de analizar la relación entre las variables que miden la estructura de gobierno y el resultado de la empresa pasa por rechazar la hipótesis de estricta exogeneidad entre ambos tipos de variables, con el fin de evitar estimaciones inconsistentes. En este sentido, planteamos la siguiente hipótesis:

*Hipótesis 2.1. La estructura de gobierno de la empresa, medida a través de las características y funcionamiento del consejo de administración, no es estrictamente exógena del resultado obtenido por la empresa en ejercicios anteriores.*

En relación con la estructura de propiedad de las empresas, la literatura avanza que los grandes accionistas tienen fuertes incentivos para controlar a los directivos y reducir los problemas de agencia e incrementar el valor de la empresa (Demsetz y Lehn, 1985; Shleifer y Vishny, 1986), aunque también pueden utilizar su poder en la empresa para obtener beneficios derivados de ese control. Algunos autores no han encontrado

relaciones significativas entre la existencia de accionistas de control y el resultado de la empresa (McConnell y Servaes, 1990; Mehran, 1995; Holderness y Sheehan, 1988), pero es importante que señalar que son estudios que no tienen en cuenta la endogeneidad de la estructura de propiedad (Agrawal y Knoeber, 2013). Bhagat et al. (2004) sí encuentran una relación significativa entre la existencia de inversores relacionados con la empresa y el resultado para ese mismo periodo y Chidambaran, Palia y Zheng (2006) analizan los cambios habidos en el gobierno de la empresa y la estructura de propiedad y su relación con el resultado futuro de la empresa, pudiendo mejorarse este último en función de la toma de ciertas decisiones. Por tanto, la realización de un análisis de la relación entre la estructura de propiedad y el resultado, en un contexto de endogeneidad apoyado por la literatura, lleva a plantear la siguiente hipótesis:

*Hipótesis 2.2. La estructura de propiedad de la empresa no es estrictamente exógena del resultado obtenido por la empresa en ejercicios anteriores.*

#### **4.2.3 Hipótesis de endogeneidad dinámica del modelo de gobierno corporativo**

La relación de endogeneidad entre las estructuras de gobierno y propiedad de la empresa y el resultado de la misma puede tener su origen en varios factores, como son la heterogeneidad inobservable procedente de aspectos propios de la empresa que no cambian en el tiempo y que aflora en los análisis con datos de panel, la simultaneidad que se da entre el resultado y el gobierno de la empresa determinados en cada periodo y la endogeneidad dinámica que aparece cuando las decisiones en un determinado periodo afectan al gobierno, propiedad y resultado futuros, los cuales también afectarán, a su vez, a las futuras decisiones de la empresa (Himmelberg et al. 1999; Denis y Kruse, 2000; Hermalin y Weisbach, 2003; Wintoki et al., 2012).

Para Agrawal y Knoeber (1996), las decisiones de gobierno corporativo no dejan de ser diferentes caminos alternativos que buscan incentivar al equipo directivo que controla la empresa, de tal manera que pueden usarse unos u otros mecanismos para alcanzar el mismo fin. Trabajos como los de Rediker y Seth (1995), Agrawal y Knoeber (1996), Coles et al. (2001), Firth et al. (2002), Bhagat y Jefferis (2002) o Bhagat y Bolton (2008), ya incidían en la poca importancia que tiene el efecto individual de cada uno de los

mecanismos de la empresa sobre el valor de la misma, en relación con el efecto conjunto de todos los mecanismos elegidos, dado el efecto de sustitución o complementariedad que existe entre ellos ya que su aplicación es simultánea, llevando a establecer conclusiones incorrectas al no considerar la endogeneidad entre ellos (Berry et al., 2006; Coles et al., 2012) o el dinamismo del modelo al no tener en cuenta la influencia de las variables en ejercicios pasados (Schultz et al., 2010; Wintoki et al., 2012).

En relación con la estructura de propiedad, autores como Demsetz y Lehn (1985), Hermalin y Weisbach (1988), Jensen y Warner (1988), Himmelberg et al. (1999) o Demsetz y Villalonga (2001), sostenían que la estructura de propiedad de la empresa estaba determinada de manera endógena por las relaciones contractuales de la empresa, las cuales difieren de unas organizaciones a otras. Asimismo, la estructura de capital de una empresa también mantiene una relación endógena con el resultado ya que también sirve de mecanismo de control de la discrecionalidad directiva, reduciendo el libre *cash-flow* a disposición de los directivos (Jensen, 1986).

El análisis conjunto de los factores que inciden en resultado, es decir, gobierno corporativo, estructura de propiedad y características propias de la empresa, debe considerar el efecto conjunto y endógeno de todos ellos, tanto contemporáneo como dinámico, ya que dicho resultado también se verá afectado por sus valores pasados, así como esos mismos factores se ven condicionados en el futuro por el resultado obtenido en un periodo determinado.

*Hipótesis 3. La creación de valor de la empresa mantiene una relación endógena con la estructura de gobierno corporativo, la estructura de propiedad y las características propias de la organización, así como con el resultado obtenido en los ejercicios anteriores.*

#### **4.2.4 Hipótesis del equilibrio en el gobierno de la empresa**

Siguiendo el planteamiento de Hermalin y Weisbach (2003), si se hallan evidencias de que el resultado de la empresa esté significativamente relacionado con el gobierno corporativo de la misma, se trata de una relación basada en el desequilibrio, ya que las



empresas pueden alterar el valor de la empresa aplicando en mayor medida o no determinados mecanismos de gobierno.

Algunos autores como Boone, Field, Karpoff y Raheja (2007) afirman que este tipo de relaciones significativas entre gobierno corporativo y resultado contrastan la hipótesis de ineficiencia del gobierno de la empresa. Por otra parte, si no existe relación entre ambos tipos de variables, se pone de manifiesto que la estructura de gobierno y el resultado se determinan endógenamente y la relación se determina en equilibrio, por lo que el resultado no puede ser variado por el cambio unilateral de alguno de los mecanismos

La hipótesis del equilibrio se basa en el fenómeno de la interacción entre factores del gobierno de la empresa y la estructura de propiedad, controlando a su vez las características propias de la empresa y su marco institucional. Los directivos pueden elegir entre un amplio abanico de mecanismos que tratan de paliar los problemas de agencia y dichos conflictos serán diferentes en función de la propia empresa y su entorno.

Según los defensores de la hipótesis de equilibrio entre gobierno corporativo y resultado, en aquellas empresas en las que se elige una estructura de gobierno que compense los costes y los beneficios de los mecanismos de gobierno, llegando a una situación de equilibrio, es de esperar que no exista una relación significativa entre los factores del gobierno de la empresa y su resultado (Agrawal y Knoeber, 1996; Firth et al., 2002; Hermanlin y Weisbach, 2003; Moore y Porter, 2007; Schultz et al., 2010; Wintoki et al., 2012).

Es decir, si una empresa altera unilateralmente el uso de uno de los mecanismos internos de control se producirá un cambio en el comportamiento directivo y, por tanto, se reflejará en el resultado. Pero si los mecanismos internos se eligen en función del resto de condicionantes internos y externos que afectan al gobierno de la empresa y su entorno, una variación en su uso reflejará que también ha habido un cambio en el resto de condiciones, generándose un efecto de interacción que da lugar a una situación de equilibrio.

*Hipótesis 4. La creación de valor de la empresa, la estructura de gobierno corporativo, la estructura de propiedad y las características empresariales se determinan endógenamente, en función de los condicionantes del marco institucional en el que la empresa opera, ajustándose hasta llegar a una situación de equilibrio entre ellos, de tal forma que no se encontrarán relaciones significativas entre estas variables y la creación de valor.*

Una vez analizada la literatura teórica y empírica que enmarca la hipótesis de equilibrio en gobierno de la empresa, se plantea a continuación el modelo que tratará de contrastar la Hipótesis 4.

El modelo propuesto en la ecuación (1) y reflejado en el Gráfico 4.1 recoge de manera conjunta la influencia exógena del marco institucional, que vendrá determinada por el sistema legal, político y económico del país, y la determinación endógena y dinámica de la estructura de gobierno corporativo, la estructura de propiedad, las características propias de la empresa y la creación de valor. Dicho modelo recoge tanto la influencia contemporánea entre las variables como la influencia dinámica de ejercicios anteriores.

$$Y_{i,t} = \alpha + \kappa_1 Y_{i,t-1} + \kappa_2 Y_{i,t-2} + \beta X_{i,t} + \gamma Z_{i,t} + \theta D_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

donde  $Y_{i,t}$  es la creación de valor de la empresa;  $X_{i,t}$  incluye las variables relativas al gobierno de la empresa y a la estructura de propiedad;  $Z_{i,t}$  incluye las variables propias que caracterizan la empresa; y  $D_{i,t}$  la variable representativa del marco institucional y las variables *dummies* relativas a los años del panel.

**Gráfico 4.1**  
**Modelo de equilibrio en gobierno corporativo y su influencia en la creación de valor**



Fuente: Elaboración propia

### 4.3 MUESTRA

La estimación del modelo y el contraste de las hipótesis se va a realizar para una muestra de 306 empresas cotizadas de España, Alemania, Francia, Bélgica, Holanda y Reino Unido, durante el periodo 2003-2008, previo a la crisis financiera mundial, con el fin de evitar el exceso de influencia de factores económicos externos en el resultado (Aggarwal, Schloetzer y Williamson, 2015) y en las estructuras de gobierno de las empresas analizadas. Se han eliminado las empresas pertenecientes al sector financiero, banca, seguros e intermediación financiera, con el fin de evitar que sus peculiaridades, tanto en su actividad como estructura de gobierno, afecten a los resultados. La Tabla 4.1 recoge la información de la muestra por sistema legal, en función de que la base del mismo sea la *common law* o la *civil law*, y por países.

**Tabla 4.1**  
**Composición de la muestra por países y sistema legal**

<b>Civil-law</b>		<b>Common-law</b>	
País	Empresas	País	Empresas
España	92	Reino Unido	127
Alemania	31		
Bélgica	22		
Francia	19		
Holanda	15		
<b>Total</b>	<b>179</b>	<b>Total</b>	<b>127</b>
<b>Total número de empresas</b>		<b>306</b>	

Fuente: Elaboración propia

Siguiendo a John y Litov (2008) los extremos de la muestra han sido eliminados contrayendo los mismos en un 1% por arriba y por abajo a la observación inmediatamente anterior, lo que ha conducido a alinear los valores extremos de determinadas variables, tal y como se puede apreciar más adelante en el análisis descriptivo. El resultado es un panel desequilibrado con un total de 1.707 observaciones. La Tabla 4.2 recoge la información de las observaciones por empresa.

**Tabla 4.2**  
**Estructura de las observaciones de la muestra**

Número de observaciones anuales por empresa	Número de empresas	Número de observaciones
6	233	1398
5	38	190
4	20	80
3	13	39
	2	
<b>Totales de la muestra</b>	<b>306</b>	<b>1707</b>

Fuente: Elaboración propia

#### 4.4 VARIABLES Y FUENTES DE INFORMACIÓN

Este apartado recoge la descripción de las variables que se utilizarán para estimar el modelo en la investigación empírica. En primer lugar, se comentará la medición de la variable dependiente, para después describir las variables independientes, distinguiendo entre las variables que caracterizan la estructura de gobierno corporativo, la estructura de propiedad, las características empresariales y el marco institucional. En todos los casos se especifican las fuentes de información utilizadas para la obtención de dichas variables.

##### 4.4.1 Variable dependiente: Creación de valor

La variable dependiente de nuestro análisis  $Y_{i,t}$  es la creación de valor de la empresa. La creación de valor precisa de la cooperación entre los participantes de la empresa, tanto internos como externos, de tal manera que el resultado de la misma permita una retribución equilibrada entre todos ellos que satisfaga, al menos, su coste de oportunidad, de manera sostenida a lo largo del tiempo (Quevedo, 2001). Para medir la creación de valor de la empresa se ha optado por utilizar dos medidas del resultado, el valor de mercado (*Resultado MTB*) y la rentabilidad económica (*Resultado ROA*), ambas ampliamente utilizadas en la literatura de gobierno corporativo como medidas del resultado de la empresa. Para el cálculo de ambas variables se han utilizado los datos contables y de capitalización bursátil de la base de datos AMADEUS.

La variable *Resultado MTB* o *market-to-book* (total activo – capital social + capitalización bursátil / total activo) muestra el valor de mercado de los activos de la empresa entre su valor contable, como una aproximación de la Q de Tobin que mide el valor de mercado de la empresa (Yermack, 1996; Morck et al., 1988; Demsetz y Villalonga, 2001; Adams et al., 2005; Dahya et al., 2008; Villalonga y Amit, 2006; Moore y Porter, 2007; Bhagat y Bolton, 2008; John y Litov, 2008; Schultz et al., 2010; Aggarwal et al., 2015). Bhagat y Black (2002) establecen que aproximaciones más sofisticadas de la Q de Tobin requieren datos adicionales que pueden llevar a perder observaciones y generar sesgos en la muestra. La utilización de este tipo de medidas de la creación de valor es habitual dado que refleja las expectativas de los inversores sobre la capacidad de generar *cash flows*

por parte de la empresa y sus oportunidades de crecimiento de la empresa (Morck et al., 1988; McConnell y Servaes, 1990).

La rentabilidad económica o *Resultado ROA* (beneficio antes de intereses e impuestos / total activo), tiene en cuenta los valores contables del resultado de la empresa (Villalonga y Amit, 2006; Bhagat y Bolton, 2008; Wintoki et al., 2012; Schultz et al., 2010; Aggarwal et al., 2015).

El uso de estas dos medidas pretende dar mayor robustez a los resultados obtenidos y poder realizar comprobar si dichos resultados son sensibles a la medida del resultado utilizada como variable dependiente del modelo.

#### **4.4.2 Variables independientes**

Las variables independientes del modelo se agrupan de la siguiente forma:  $X_{i,t}$  incluye las variables relativas al gobierno de la empresa y a la estructura de propiedad;  $Z_{i,t}$  incluye las variables propias que caracterizan la empresa; y  $D_{i,t}$  la variable representativa del marco institucional y las variables *dummies* relativas a los años del panel.

##### **Variables de la estructura de gobierno corporativo**

La caracterización del gobierno corporativo de la empresa, donde se ha recogido la función de supervisión y control del consejo de administración, se hace a través de las variables *Tamaño del consejo*, *Independencia*, *Dualidad*, *Funcionamiento1*, *Funcionamiento2* y *Propiedad interna*. Estas variables se han obtenido a partir del Índice Spencer Stuart elaborado por dicha consultora para los diferentes países y de los propios informes de gobierno corporativo y webs de las empresas.

*Tamaño del consejo* es una variable que se mide como el logaritmo neperiano del número total de consejeros (Delgado, Quevedo y Fuente, 2010; Wintoki et al., 2012). La literatura recoge dos planteamientos diferentes en relación con el tamaño del consejo. Algunos autores sugieren que los consejos de menor tamaño operan de una manera más eficiente que los consejos grandes ya que sus costes de coordinación son menores también y pueden controlar mejor el problema del *free rider*, de tal manera que redundará en mejores resultados (Lipton y Lorsch, 1992; Jensen, 1993). Yermack (1996)

y Eisenberg et al. (1998) encuentran una relación negativa y significativa entre el tamaño del consejo de administración y el resultado de la empresa. Por otra parte, los consejos de mayor tamaño introducen más información, diversidad y experiencia a la toma de decisiones que pueden llevar a rechazar malos proyectos y repercute positivamente en el resultado (Sah y Stiglitz, 1986; Dalton et al., 1998; Adams et al., 2005; Raheja, 2005). Dada la controversia empírica, la mayor parte de los códigos de buen gobierno tienden a plantear recomendaciones basadas en una relación curvilínea sobre el tamaño, el cual debería tener el tamaño suficiente para garantizar la experiencia y competencias necesarias para la toma de decisiones, pero no ser tan grande que dificulte su operativa.

*Independencia* recoge el porcentaje de consejeros independientes del consejo de administración en relación con el total de miembros (Agrawal y Knoeber, 1996; Prevost et al., 2002; Delgado et al. 2010; Wintoki et al., 2012). La Teoría de la Agencia sugiere que un mayor grado de independencia del consejo de administración es un mecanismo de control de la discrecionalidad directiva (Fama y Jensen, 1983b). Sin embargo, la evidencia empírica presenta contradicciones también al respecto, y autores como Yermack (1996) o Agrawal y Knoeber (1996) han encontrado relaciones negativas entre la presencia de consejeros no ejecutivos y el resultado.

*Dualidad* es una variable dicotómica que toma valor 1 cuando el presidente del consejo de administración coincide con la figura del CEO y 0 si no coincide (Firth et al., 2002; Prevost et al., 2002; Schultz et al., 2010; Delgado et al., 2010; Wintoki et al., 2012). La presencia de dualidad en el consejo de administración es un indicador del control ejercido por los consejeros ejecutivos (Fama y Jensen, 1983b), aunque también existen evidencias divergentes que manifiestan que no tiene impacto en el resultado (Laing y Weir, 1999) o que los consejos que presentan dualidad de funciones en el presidente son menos eficientes (Pi y Timme, 1993).

*Funcionamiento1* y *Funcionamiento2* tratan de medir la eficiencia en la operativa del consejo de administración a través del logaritmo neperiano del número de reuniones anuales y del número de comisiones delegadas constituidas en el consejo, respetivamente. La celebración de reuniones periódicas y la estructuración del consejo

de administración en comisiones delegadas tienen gran importancia en el ejercicio efectivo de las funciones de supervisión y control.

*Propiedad interna* se mide a través del porcentaje de participación de los miembros del consejo de administración en la propiedad (Agrawal y Knoeber, 1996; Prevost et al., 2002). Es posible que el control por parte de los miembros del consejo de administración sea menos crítico en aquellas empresas en las que la propiedad en manos de los consejeros es elevada, ya que contrarresta el efecto de la independencia del consejo. Sin embargo, Gompers et al. (2003) y Bebchuk et al. (2009) consideran que la propiedad en manos de internos es un síntoma de buen gobierno.

### **Variables de la estructura de propiedad**

El porcentaje de participación en el capital de la empresa de los principales accionistas, medido a través de las variables *Propiedad primer accionista* y *Contestabilidad*, y la naturaleza de los mismos, medido a través de *Accionista individuo o familia* y *Accionista entidad financiera*, son las variables que permiten caracterizar la estructura de propiedad de las empresas de la muestra. Dichas variables se han obtenido de diferentes fuentes de información, dependiendo de los casos y del tipo de información disponible, como son la base de datos AMADEUS y de la información corporativa de cada empresa.

*Propiedad primer accionista* se calcula como el porcentaje de participación directa e indirecta en el capital del accionista más significativo (Delgado et al., 2010; Jara y López, 2011). Asimismo, *Contestabilidad* (participación del primer accionista - participación del segundo accionista / participación del primer accionista) es una variable que trata de medir el grado en que el poder del primer accionista puede ser replicado por el segundo.

La identidad de los grandes accionistas determina el grado de control ejercido y la eficiencia de la supervisión, pudiendo tener importantes implicaciones en el gobierno de la empresa (Prowse, 1994). *Accionista individuo o familia* y *Accionista entidad financiera* son variables *dummies* que toman valor 1 cuando es accionista es un individuo o familia o una entidad financiera, respectivamente, y 0 cuando no lo es.



### **Características de la empresa**

Como variables de control de las características empresariales se han utilizado el endeudamiento (*Deuda*) y el tamaño de la empresa (*Tamaño*). *Deuda* se calcula como la suma de las deudas a largo plazo y las deudas a corto plazo entre el total activo (Demsetz y Villalonga, 2001; El-Faitouri, 2014) y *Tamaño* como el logaritmo neperiano del total activo (Agrawal y Knoeber, 1996; Firth et al., 2002; Delgado et al., 2010). Los cálculos se han realizado con los datos contables de la base de datos AMADEUS.

### **VARIABLES DEL MARCO INSTITUCIONAL**

Las variables que sirven para caracterizar el marco institucional correspondiente a cada empresa son *Legal* y *LIBECA*.

Existen dos sistemas legales básicos, el sistema basado en el derecho romano o *civil law* y el sistema basado en la ley común o *common law* (David y Brierley, 1985), por tanto, *Legal* es una variable dicotómica que toma valor 1 cuando la empresa pertenece al sistema legal anglosajón y 0 cuando pertenece al sistema continental. Esta variable permite estructurar la muestra en dos grupos, en función de la procedencia de cada empresa, y ver si existen diferencias entre ambos modelos de gobierno corporativo (La Porta et al., 1997, 1998).

Otro aspecto que determina el marco institucional viene determinado por la actuación del Estado en relación con la libertad económica, es decir, con la posición que adopta el Estado en la política comercial, el gasto gubernamental, los impuestos corporativos y sobre los ingresos, política monetaria, inversión exterior, actividad bancaria, salarios, precios, derechos de propiedad, regulaciones, etc. Una medida del grado de intervención gubernamental en un país es la variable *LIBECA*. La libertad económica se define como “la ausencia de coerción o restricción gubernamental sobre la producción, la distribución o el consumo de bienes o servicios más allá de lo necesario para que los ciudadanos protejan y mantengan la libertad en sí misma” (O’Driscoll, O’Grady y Eiras, 2002). Este índice se publica anualmente por The Heritage Foundation, y toma valores de 0 a 100, de tal manera que una mayor puntuación representa un conjunto de políticas institucionales que son las más propicias para la libertad económica.

**Tabla 4.3**  
**Definición de la Variables**

<b>VARIABLE</b>	<b>DEFINICIÓN</b>	<b>FUENTES DE INFORMACIÓN</b>
Resultado MTB	<i>Market-to-book</i> o valor de mercado de los activos entre su valor contable	Amadeus
Resultado ROA	Rentabilidad económica calculado como el beneficio antes de intereses e impuestos entre el total activo	Amadeus
Tamaño del consejo	Logaritmo neperiano del número total de consejeros	Índice Spencer Stuart
Independencia	% del número de consejeros externos independientes sobre el total del tamaño del consejo	Índice Spencer Stuart
Dualidad	La figura de presidente del consejo de administración y el CEO coinciden en la misma persona (1=sí; 0=no)	Índice Spencer Stuart
Funcionamiento1	Logaritmo neperiano del número de reuniones anuales del consejo	Índice Spencer Stuart
Funcionamiento2	Logaritmo neperiano del número de comisiones constituidas del consejo	Índice Spencer Stuart
Propiedad interna	% de participación en la propiedad por parte de los miembros del consejo de administración	Índice Spencer Stuart
Propiedad primer accionista	% de participación en la propiedad del primer accionista	Amadeus / Empresa
Contestabilidad	Diferencia entre el % de participación del primer y segundo accionista dividido por el % de participación del primer accionista	Amadeus / Empresa
Accionista individuo o familia	Primer accionista es individuo o familia (1=sí; 0=no)	Amadeus / Empresa
Accionista entidad financiera	Primer accionista es entidad financiera (1=sí; 0=no)	Amadeus / Empresa
Deuda	Suma de las deudas a largo plazo y las deudas a corto plazo entre el total activo	Amadeus
Tamaño	Logaritmo neperiano del total activo	Amadeus
Legal	Sistema legal (1 anglosajón; 0 continental)	La Porta et al. (1997, 1998)
LIBECA	Índice de Libertad Económica por país 2003-2008 (0-100)	The Heritage Foundation

Fuente: Elaboración propia

La Tabla 4.3 presenta un resumen de los diferentes grupos de variables, dependientes e independientes, incluyendo una breve definición de las mismas y las fuentes de información. A continuación, en el siguiente epígrafe, se procede a detallar el plan de trabajo que se seguirá en el análisis empírico para estimar el modelo propuesto y contrastar las hipótesis planteadas, con la muestra y variables especificadas.

#### **4.5. PLAN DE TRABAJO**

La contrastación del modelo propuesto pasa por el establecimiento de un plan de trabajo que permita abordar las diferentes relaciones planteadas entre el gobierno de la empresa, la estructura de propiedad, las características empresariales y el resultado. La Tabla 4.4 recoge brevemente las diferentes etapas en las que se estructura el plan de trabajo que se va a llevar a cabo.

En primer lugar, se va a realizar una caracterización de las variables de la muestra, tanto dependientes como explicativas, que implica un análisis descriptivo de todas ellas (media, desviación típica, valor mínimo y valor máximo), con la finalidad de identificar las peculiaridades de gobierno corporativo, estructura de propiedad, deuda, tamaño y creación de valor de las empresas de la muestra, así como de los grupos de empresas identificados en función de la variable sistema legal, que permite separar las empresas con origen legal anglosajón de aquellas con origen legal en la Europa continental.

La siguiente etapa del plan de trabajo conlleva identificar si existen diferencias significativas entre los valores de las variables en ambos grupos de empresas, para ello se llevará a cabo un análisis de diferencias de medias entre ambos grupos de la muestra. Esta etapa es especialmente interesante, ya que la existencia de dichas diferencias, tal y como apunta la literatura, es el punto relevante a la hora de interpretar los análisis posteriores del plan de trabajo.

Una tercera fase del análisis, consiste en determinar el número de retardos de la variable dependiente que contienen la información de las variables en el pasado. Esta fase es necesaria ya que el contraste de la hipótesis final supone estimar un modelo dinámico que incluye, precisamente, dentro del conjunto de variables explicativas, los retardos de la variable dependiente que se hayan determinado significativos.

**Tabla 4.4**  
**Plan de trabajo de la investigación empírica**

<b>FASE DEL ANÁLISIS</b>	<b>VARIABLES</b>	<b>TIPO DE ANÁLISIS</b>	<b>METODOLOGÍA</b>
FASE I Caracterización de la muestra distinguiendo por sistemas legales	Todas las variables	Análisis descriptivo	Media, desviación típica, mínimo y máximo.
FASE II Diferenciación entre modelos de gobierno en función del sistema legal	Todas las variables	Análisis explicativo	Diferencia de medias entre los dos grupos de empresas de la muestra
FASE III Determinación del número de retardos de la variable dependiente para la estimación del modelo dinámico	VARIABLES de creación de valor y dos retardos, características de la empresa, <i>LIBECA</i> , <i>dummies</i> anuales	Análisis explicativo	Estimación de datos de panel con efectos fijos
FASE IV Análisis de la estricta exogeneidad de la estructura de gobierno corporativo y estructura de propiedad en relación con la creación de valor	Todas las variables	Análisis explicativo	Estimación de datos de panel con efectos fijos
FASE V Análisis comparado de la relación endógena dinámica entre el gobierno, estructura de propiedad, empresa y resultado	Todas las variables	Análisis explicativo	Estimación de datos de panel de un modelo estático con efectos fijos y un modelo dinámico con efectos fijos y GMM

Fuente: Elaboración propia

Dado que las hipótesis planteadas tratan de contrastar la existencia de relación endógena y dinámica entre las estructuras de gobierno y propiedad y las características de la empresa con la creación de valor, la siguiente etapa del plan de trabajo consiste en descartar la existencia de estricta exogeneidad de las variables respecto del resultado. La contrastación de la estricta exogeneidad influirá en la consistencia de los estimadores de los siguientes análisis.

La última fase del plan de trabajo consiste en la estimación del modelo dinámico que trata de contrastar la hipótesis de endogeneidad dinámica y equilibrio entre las variables

analizadas. Esta fase se realiza, a su vez, en varias etapas, ya que dicho modelo se estima utilizando diferentes metodologías con el fin de justificar la existencia de resultados heterogéneos en la literatura sobre el efecto del gobierno corporativo y las estructuras de propiedad en el resultado.

#### 4.6 METODOLOGÍA

La naturaleza de los datos y el objetivo de la investigación han condicionado la elección de las diferentes técnicas estadísticas y econométricas.

El uso de datos de panel es muy común en las investigaciones empíricas en gobierno corporativo y finanzas, dado que permite introducir varios años de análisis y controlar aquellos factores de cada individuo de la muestra que no cambian en el tiempo pero que pueden estar correlacionados con las variables objeto de análisis. El estimador de datos de panel más utilizado es el estimador de efectos fijos. Sin embargo, la consistencia de este estimador requiere asumir la estricta exogeneidad entre las variables analizadas (Grieser y Hadlock, 2015), es decir, que no hay relación entre la variable dependiente y los valores futuros de las variables independientes (Wooldridge, 2010). Por esta razón, una de las fases del plan de trabajo de la investigación empírica es el contraste de la estricta exogeneidad de las variables independientes, que se realizará a través de una estimación de datos de panel con estimador de efectos fijos de las siguientes ecuaciones:

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta X_{i,t} + \Omega W_{i,t+1} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad t=2003,2004,\dots,2008 \quad (2)$$

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta X_{i,t} + \Omega W_{i,t+2} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad t=2003,2004,\dots,2008 \quad (3)$$

donde la variable dependiente  $Y_{i,t}$  es la creación de valor, utilizando diferentes medidas (Resultado MTB, Resultado ROA),  $X_{i,t}$  es el conjunto de variables que miden el gobierno de la empresa (Tamaño Consejo, Independencia, Dualidad, Funcionamiento1, Funcionamiento2, Propiedad Interna), la estructura de propiedad (Propiedad primer accionista, Contestabilidad, Accionista individuo o familia, Accionista entidad financiera), las variables propias que caracterizan la empresa (Deuda, Tamaño) y la variable representativa del marco institucional (LIBECA), en el momento  $t$ , y  $W_{i,t+1}$  y  $W_{i,t+2}$  son los

valores futuros de dichas variables de gobierno, propiedad y empresa en los periodos  $t+1$  (2) y  $t+2$  (3).

Si se rechaza la hipótesis de estricta exogeneidad, tal y como es de esperar, el estimador de efectos fijos es inconsistente y la mejor opción es usar el estimador generalizado de momentos (GMM) para datos de panel (Arellano y Bond, 1991; Arellano y Bover, 1995; Blundell y Bond, 1998; Roodman, 2009). El estimador GMM se ha diseñado para paneles de empresas con un número reducido de periodos y un gran número de individuos, en el que las variables independientes no sean estrictamente exógenas, exista heterogeneidad inobservable, así como heterocedasticidad y autocorrelación entre los individuos (Roodman, 2009). Permite emplear retardos como variables instrumentales de las variables endógenas, por tanto, cuanto mayor sea el periodo analizado se dispondrá de un mayor número de instrumentos.

Para su aplicación se ha utilizado el programa estadístico Stata12, en el cual se ha utilizado para la estimación GMM el comando *xtabond2* desarrollado por Roodman (2009) que lleva a cabo una regresión con variables endógenas que utiliza ecuaciones con variables en niveles y en diferencias para instrumentalizar las variables endógenas (Difference and System GMM). Posteriormente, se testará la ausencia de autocorrelación serial de orden dos, para que la estimación sea consistente y se justifique la utilización de modelos dinámicos que emplean los retardos en diferencias y niveles como instrumentos, y la validez de los instrumentos con el test de Hansen, que permite detectar la sobreidentificación del modelo (Labra y Torrecillas, 2014).

**CAPÍTULO 5**  
**RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA**





## **5.1 INTRODUCCIÓN**

A continuación se presentan los resultados obtenidos en la investigación empírica. Este capítulo se estructura siguiendo las fases propuestas en el plan de trabajo expuesto anteriormente. En primer lugar, se realiza un análisis descriptivo de las variables utilizadas en el modelo, que permite caracterizar los datos relativos a la creación de valor, la estructura de gobierno, la estructura de propiedad y las características de las empresas que conforman la muestra. Asimismo, dado que el marco institucional se considera un condicionante importante de nuestro modelo, se ha realizado un análisis univariante separando la muestra total en dos grupos, en función de su pertenencia a un sistema legal u otro, anglosajón o europeo-continental. Se prosigue con un análisis que permitirá contrastar las hipótesis planteadas en el capítulo anterior y que abarca la determinación de los retardos necesarios para diseñar el modelo dinámico empleado y la realización de un contraste que lleva a rechazar la estricta exogeneidad de las

variables y que justifica la utilización de un tipo modelo que corrija la endogeneidad dinámica planteada por la literatura en este tipo de relaciones. Finalmente se realizará un análisis comparativo con diferentes técnicas estadísticas que corroboran la necesidad de utilizar un modelo dinámico en el estudio del gobierno corporativo en las empresas, con el que se ha podido contrastar que la estructura de gobierno de la empresa y su estructura de propiedad, junto con las características propias de la organización, se ajustan al resultado, generando una situación de equilibrio en función de las características del marco institucional en el que desarrollen su actividad.

A continuación presentaremos las diferentes técnicas aplicadas y los resultados y conclusiones más relevantes de este análisis empírico.

## 5.2 ANÁLISIS DESCRIPTIVO

Dado que nuestra muestra está formada por observaciones de empresas pertenecientes a diferentes marcos institucionales, se ha considerado relevante presentar un análisis univariante tanto de la muestra total como de las submuestras de empresas pertenecientes al entorno legal basado en la *common law* y las empresas que pertenecen al marco legal de *civil law*. Esta segregación se ha hecho agrupando en función de la variable *Legal* que toma valor 1 para las empresas anglosajonas y 0 para las empresas de Europa continental. Este análisis puede resultar útil para comprobar la existencia de diferencias entre las estructuras de gobierno corporativo y propiedad, así como de las características propias de empresas, en ambos entornos legales.

La Tabla 5.1 presenta el análisis univariante de las variables incluidas en el modelo, para una muestra total de 306 empresas para el periodo 2003-2008, de las cuales 127 pertenecen al Reino Unido y forman parte de la muestra de empresas anglosajonas, y 179 empresas pertenecen a Alemania, Bélgica, España, Francia y Holanda, y conforman la muestra de empresas continentales. Esta tabla incluye los valores medios, desviación típica, valores mínimo y máximo que toman las variables y que nos permitirán caracterizar las diferencias en gobierno corporativo, propiedad y creación de valor, entre marcos institucionales. La matriz de correlaciones entre las variables se encuentra en la Tabla A.1 del Anexo.

**Tabla 5.1**  
**Estadística descriptiva de las variables con desglose por sistema legal anglosajón y continental**

Variable	Muestra	Observaciones	Media	Prueba t	Desviación Típica	Mínimo	Máximo
Resultado MTB	Total	1715	1,557		0,955	0,576	6,860
	Continetales	1000	1,593	1,97**	1,071	0,576	6,860
	Anglosajonas	715	1,506		0,761	0,576	6,860
Resultado ROA	Total	1715	0,086		0,085	-0,186	0,404
	Continetales	1000	0,077	-5,15***	0,081	-0,186	0,404
	Anglosajonas	715	0,098		0,089	-0,186	0,404
Tamaño del consejo	Total	1715	2,372		0,406	1,986	3,465
	Continetales	1000	2,435	8,62***	0,485	1,098	3,465
	Anglosajonas	715	2,283		0,231	1,609	2,890
Independencia	Total	1715	0,432		0,186	0	1
	Continetales	1000	0,355	-25,59***	0,191	0	1
	Anglosajonas	715	0,541		0,108	0	0,818
Dualidad	Total	1714	0,247		0,431	0	1
	Continetales	1000	0,392	20,09***	0,488	0	1
	Anglosajonas	714	0,044		0,207	0	1
Funcionamiento1	Total	1709	2,161		0,375	0,693	3,761
	Continetales	1000	1,956	-8,4***	0,413	0,693	3,761
	Anglosajonas	709	2,101		0,295	1,098	3,091
Funcionamiento2	Total	1699	1,007		0,407	0,000	2,079
	Continetales	987	0,869	-20,24***	0,463	0,000	2,079
	Anglosajonas	712	1,199		0,187	0,000	1,946
Propiedad interna	Total	1643	11,400		20,965	0	99,334
	Continetales	988	16,662	15,11***	24,298	0	99,334
	Anglosajonas	655	3,464		10,378	0,003	66,557
Propiedad primer accionista	Total	1708	24,079		21,597	0,009	99,334
	Continetales	996	31,089	18,82***	23,771	0,010	99,334
	Anglosajonas	712	14,273		12,806	0,009	98,000
Contestabilidad	Total	1708	0,493		0,332	0	1
	Continetales	996	0,560	10,49***	0,349	0	1
	Anglosajonas	712	0,400		0,281	0	1
Accionista individuo o familia	Total	1707	0,218		0,412	0	1
	Continetales	996	0,324	14,45***	0,468	0	1
	Anglosajonas	711	0,070		0,253	0	1
Accionista entidad financiera	Total	1701	0,298		0,457	0	1
	Continetales	996	0,183	-12,46***	0,387	0	1
	Anglosajonas	705	0,462		0,499	0	1
Deuda	Total	1715	0,624		0,182	0,108	1,052
	Continetales	1000	0,615	-2,35**	0,173	0,108	1,052
	Anglosajonas	715	0,637		0,194	0,108	1,052
Tamaño	Total	1715	14,282		2,215	8,262	18,793
	Continetales	1000	13,554	-19,16***	2,436	8,262	18,793
	Anglosajonas	715	15,300		1,302	11,030	18,793
LIBECA	Total	1715	73,079		5,730	59,2	80,4
	Continetales	1000	68,780	-91,44***	3,342	59,2	77,4
	Anglosajonas	715	79,092		1,053	77,5	80,4
Legal	Total	1715	0,416		0,493	0	1
	Continetales	1000			0	0	0
	Anglosajonas	715			0	1	1

\*\*\* p<0,01; \*\* p<0,05; \* p<0,10

Se ha realizado la prueba de Levene para la igualdad de varianzas que rechaza de manera significativa la hipótesis nula de igualdad de varianzas entre las variables de las empresas continentales y anglosajonas. Posteriormente, se ha realizado un análisis de diferencias de medias que permite, inicialmente, corroborar que las empresas anglosajonas y las empresas continentales presentan diferencias significativas en el resultado obtenido para el periodo analizado, medido tanto a través del valor de mercado como por métodos contables, en su estructura de gobierno, en su estructura de propiedad, así como en sus características propias.

Entre las diferencias significativas que se encuentran entre los dos grupos de empresas, se aprecia que las empresas anglosajonas presentan un tamaño medio y un nivel de deuda superior al de las empresas continentales, así como un mayor resultado cuando medimos éste a través del *Resultado ROA*, aunque menor cuando se mide a través del valor de mercado (*Resultado MTB*).

En relación con la estructura del gobierno de la empresa, existen diferencias significativas en su gobierno corporativo ya que las empresas continentales presentan un tamaño del consejo de administración mayor que las anglosajonas y tienen una mayor propensión a la dualidad de funciones en el presidente del consejo. Por otra parte, las empresas anglosajonas tienen una independencia significativamente mayor en el seno de su consejo de administración y un mejor funcionamiento, medido este último a través del número de reuniones anuales (*Funcionamiento1*) y el número de comisiones constituidas (*Funcionamiento2*), ya que se considera que las comisiones juegan un papel clave en la protección de los intereses de los accionistas y generan una mayor confianza en los inversores (Weil et al., 2002). En cuanto a la propiedad en manos de consejeros, que se ha señalado tradicionalmente como un incentivo para alinear los intereses de entre la alta dirección y los accionistas (Jensen y Meckling, 1976), manifestándose como un síntoma de buen gobierno empresarial (Gompers et al., 2003; Bebchuk et al., 2009), es significativamente mayor en las empresas continentales.

En relación con las diferencias en la estructura de propiedad de ambos grupos de empresas, la concentración de la propiedad en el primer accionista es muy superior en las empresas continentales que en las anglosajonas, y la naturaleza de dicho accionista

también presenta grandes diferencias, con mayor tendencia a ser un individuo o familia en las empresas continentales que anglosajonas, y de ser una entidad financiera en anglosajonas que en continentales. Por tanto, es lógico pensar que los núcleos duros de propiedad en las empresas continentales se sienten también en el consejo de administración.

Las variables relativas al marco institucional son *LIBECA* y *Legal*, que hacen referencia, por un lado, a las intervenciones del Estado en las actividades económicas, y, por otro, al origen legal. La variable *Legal* es la que nos permite discriminar entre ambos grupos de empresas, anglosajonas y continentales. La variable *LIBECA* toma valores superiores en el Reino Unido que en la media de los países de Europa continental, siendo esa diferencia significativa, hecho que es reflejo de mayores libertades de inversión y derechos de propiedad (Holmes, Feulner y O'Grady, 2008).

A pesar de que existen resultados contradictorios en relación con la creación de valor, en función de la medida utilizada, ya que las empresas anglosajonas presentan un *Resultado ROA* significativamente mayor y las empresas continentales un mayor *Resultado MTB*, este análisis descriptivo encuentra evidencias significativas de las diferencias recogidas en la literatura y en los diferentes trabajos empíricos sobre gobierno corporativo internacional de las últimas décadas (La Porta et al., 1997, 1998; Dyck y Zingales, 2004; Djankov et al., 2008). Por un lado, las empresas anglosajonas se caracterizan por tener una propiedad más dispersa y un mayor papel del consejo de administración en cuanto a supervisión y control, con mayor presencia de consejeros independientes. Por otra parte, las empresas de Europa continental cuentan con una mayor concentración de la propiedad, por lo que el consejo de administración pierde esa relevancia a la hora de controlar a sus directivos, ya que el papel de accionista y consejero suele ser coincidente, reflejándose en una mayor dualidad y un menor número de consejeros independientes, comisiones y reuniones.

Estos resultados permiten contrastar la Hipótesis 1 que plantea, de acuerdo con la literatura revisada, como el marco institucional condiciona el uso de los mecanismos de gobierno corporativo y las características propias de las organizaciones que están domiciliadas en el mismo, dando lugar a diferentes modelos de gobierno corporativo.

### 5.3 ANÁLISIS EXPLICATIVO DEL MODELO Y CONTRASTE DE HIPÓTESIS

La endogeneidad es uno de los principales problemas que afloran en el análisis empírico de las causas y efectos de las decisiones económico-financieras adoptadas en las empresas. En este epígrafe se analiza el efecto de la estructura de gobierno corporativo, la estructura de propiedad y las características propias de la empresa en la creación de valor, dentro de su propio marco institucional. Dicho análisis se realiza utilizando el modelo dinámico propuesto en el capítulo anterior, el cual permite subsanar los problemas de endogeneidad de dichas variables y estimar la relación entre gobierno, propiedad, empresa y creación de valor, incluyendo tanto su influencia actual como pasada, así como la heterogeneidad inobservable constante que surge de aquellos aspectos de cada empresa que no cambian en el tiempo.

La metodología utilizada para analizar el modelo propuesto es el análisis de datos de panel con el estimador generalizado de momentos (GMM) desarrollado por Arellano y Bond (1991), Arellano y Bover (1995), Blundell y Bond (1998) y Roodman (2009). El estimador generalizado de momentos permite controlar la endogeneidad mediante el empleo de variables instrumentales, evita los problemas de heterogeneidad inobservable y tiene en cuenta la endogeneidad dinámica de las variables dependientes a lo largo del tiempo, es decir que la creación de valor de la empresa en un momento dado del tiempo pueda estar condicionada por sus valores pasados. Por estas razones, el estimador GMM mejora en gran medida al análisis de regresión de datos de panel con efectos fijos. Concretamente se ha usado el estimador System GMM desarrollado por Roodman (2009) a través del comando *xtabond2* del programa estadístico Stata12.

Para contrastar la necesidad de controlar la endogeneidad, así como la heterogeneidad en los resultados que puede darse si no son tenidas en cuenta sus diferentes fuentes de procedencia, se sigue el planteamiento de Wintoki et al. (2012) y se ha estimado el modelo propuesto a través de diferentes metodologías. En primer lugar se estima un modelo estático que no tiene en cuenta la endogeneidad a través del estimador de efectos fijos y, a continuación, se estima el modelo dinámico incluyendo los retardos de la variable dependiente, con el fin de captar su influencia, a través del estimador de efectos fijos y del estimador GMM. Este análisis comparativo de los resultados va a

permitir observar la heterogeneidad de resultados obtenidos cuando no se tiene en cuenta la endogeneidad en todas sus formas y contrastar la hipótesis final de equilibrio entre las estructuras de gobierno corporativo, propiedad, empresa y creación de valor. Con el fin de dotar de mayor robustez a los resultados obtenidos, se han utilizado, en todos los análisis realizados, dos medidas diferentes de la creación de valor, el *Resultado MTB* basado en valores de mercado y el *Resultado ROA* basado en medidas contables, siendo los resultados convergentes.

### **5.3.1 Establecimiento del número de retardos de la variable dependiente para el modelo dinámico**

En la utilización de modelos dinámicos es importante determinar el número de retardos que son necesarios para capturar la información de las variables en el pasado. Son varios los autores que sugieren que dos retardos son suficientes para captar el efecto del pasado en el rendimiento de la empresa (Glen, Lee y Singh, 2001; Gschwandtner, 2005; Wintoki et al., 2012). Por otra parte, dado que el panel utilizado en este análisis cuenta únicamente con 6 periodos, tomar más de dos retardos supondría reducir considerablemente el número de observaciones.

Con el fin de confirmar si el uso de dos retardos asegura el efecto de la endogeneidad dinámica, la Tabla 5.2 recoge la estimación de una regresión de la creación de valor, como variable dependiente, utilizando como medida de la misma las variables *Resultado MTB* y *Resultado ROA*, e incluyendo como variables explicativas dos retardos de dichas variables así como una serie de variables de control de las características de la empresa (*Deuda y Tamaño*) y el marco institucional (*LIBECA*). Dicha tabla recoge el coeficiente de la estimación, la desviación típica entre paréntesis y el grado de significatividad. En ambas estimaciones los dos retardos de las variables dependientes son estadísticamente significativos, por lo que presumimos que la utilización de dos retardos es suficiente para captar la endogeneidad dinámica de la creación de valor.

**Tabla 5.2**  
**Modelo de efectos fijos para la significatividad de los dos primeros**  
**retardos de la variable dependiente**

<b>Variable Dependiente</b>	<b>Resultado MTB</b>	<b>Resultado ROA</b>
Resultado (t-1)	<b>0,296***</b> (0,069)	<b>0,271***</b> (0,073)
Resultado (t-2)	<b>-0,203***</b> (0,075)	<b>-0,124**</b> (0,055)
Deuda	0,389 (0,285)	<b>-0,157***</b> (0,046)
Tamaño	<b>-0,824***</b> (0,064)	-0,001 (0,003)
LIBECA	-0,0119 (0,017)	<b>0,008***</b> (0,002)
Constante	<b>13,865***</b> (1,463)	-0,436 (0,166)
<hr/>		
<i>Dummies</i> anuales	sí	sí
Observaciones	1.099	1.099
R <sup>2</sup>	0,59	0,23
F	<b>45,17***</b>	<b>20,64***</b>
Grados de libertad	8,305	8,305

\*\*\* p<0,01; \*\* p<0,05; \* p<0,10

### 5.3.2 Test de estricta exogeneidad

Una parte importante de las hipótesis planteadas en el capítulo anterior están relacionadas con la existencia de relación entre la estructura de gobierno corporativo, la estructura de propiedad y las características propias de las empresas con el resultado obtenido en ejercicios anteriores. Por tanto, para contrastar dichas hipótesis es necesario descartar la estricta exogeneidad entre estos grupos de variables. Wooldridge (2010) sugiere un test de estricta exogeneidad que ponga de manifiesto que no existe ninguna relación entre la variable dependiente y los valores futuros de las variables independientes.

Grieser y Hadlock (2015), sugieren que se teste la estricta exogeneidad en todas las estimaciones de datos de panel con efectos fijos y que si se rechaza la hipótesis nula de estricta exogeneidad, manifestando que el estimador de efectos fijos es inconsistente, se utilice un estimador generalizado de momentos (GMM). Este test consiste en realizar



una estimación de un modelo de efectos fijos bajo la hipótesis nula de exogeneidad estricta,  $\Omega=0$ , es decir, que los futuros valores de las variables de gobierno de la empresa, propiedad y características empresariales propias no están relacionados con el resultado de la empresa en el momento actual.

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta X_{i,t} + \Omega W_{i,t+1} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad t=2003,2004,\dots,2008 \quad (2)$$

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta X_{i,t} + \Omega W_{i,t+2} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad t=2003,2004,\dots,2008 \quad (3)$$

donde la variable dependiente  $Y_{i,t}$  es la creación de valor, utilizando diferentes medidas (*Resultado MTB, Resultado ROA*);  $X_{i,t}$  es el conjunto de variables que miden el gobierno de la empresa (*Tamaño del consejo, Independencia, Dualidad, Funcionamiento1, Funcionamiento2, Propiedad interna*), la estructura de propiedad (*Propiedad primer accionista, Contestabilidad, Accionista individuo o familia, Accionista entidad financiera*), las variables propias que caracterizan la empresa (*Deuda, Tamaño*) y la variable representativa del marco institucional (*LIBECA*), en el momento  $t$ ; y  $W_{i,t+1}$  y  $W_{i,t+2}$  son los valores futuros de dichas variables de gobierno, propiedad y empresa en los periodos  $t+1$  (2) y  $t+2$  (3).

La Tabla 5.3 muestra los resultados de la estimación de (2) y (3) cuando  $W_{i,t+1}$  y  $W_{i,t+2}$  recogen únicamente las variables de la estructura de gobierno corporativo y las características de la empresa. La tabla muestra para cada variable el coeficiente de la estimación, desviación típica entre paréntesis y el grado de significatividad. En los modelos A y B la variable dependiente es el *Resultado MTB<sub>t</sub>*.

El modelo A incluye los valores de las variables explicativas en  $t+1$   $W_{i,t+1}$ , dónde los coeficientes de las variables *Funcionamiento1<sub>t+1</sub>*, relativa al número de reuniones anuales del consejo, y *Funcionamiento2<sub>t+1</sub>*, que mide el número de comisiones constituidas en el mismo, son significativos, así como las variables *Deuda<sub>t+1</sub>* y *Tamaño<sub>t+1</sub>*.

En el modelo B, que incluye el conjunto de variables explicativas en  $t+2$   $W_{i,t+2}$ , los coeficientes de estimación de *Independencia<sub>t+2</sub>* y *Funcionamiento2<sub>t+2</sub>* son significativamente diferentes de cero.

Por tanto, se rechaza la hipótesis nula de estricta exogeneidad de las variables *Funcionamiento1*<sub>t+1</sub>, *Funcionamiento2*<sub>t+1</sub>, *Funcionamiento2*<sub>t+2</sub>, *Independencia*<sub>t+2</sub>, *Deuda*<sub>t+1</sub> y *Tamaño*<sub>t+1</sub>, cuando se mide la creación de valor a través de la variable *Resultado MTB*<sub>t</sub>, valor de mercado de los activos entre su valor contable, lo que sugiere que dichas variables se modifican en función del resultado obtenido por la empresa en los dos periodos anteriores.

En los modelos C y D la variable dependiente es *Resultado ROA*<sub>t</sub>. El modelo C que incluye *W*<sub>i,t+1</sub>, presenta significatividad en los coeficientes de *Tamaño del consejo*<sub>t+1</sub>, *Dualidad*<sub>t+1</sub> y *Deuda*<sub>t+1</sub>, sin que aparezca ninguna variable con valores de t+1 significativa en el modelo D. Por tanto, el tamaño del consejo de administración y la presencia de dualidad de funciones, así como el nivel de endeudamiento, se ven afectados por el *Resultado ROA* obtenido en el periodo anterior y no pueden considerarse estrictamente exógenas del mismo.

Según los resultados arrojados por las estimaciones de la Tabla 5.3 la hipótesis nula de estricta exogeneidad se rechaza para ciertas variables relativas a la estructura de gobierno corporativo y a las características propias de la empresa, ya que cuando la variable dependiente creación de valor se mide a través de valores de mercado (*Resultado MTB*), variables como *Funcionamiento1*, *Funcionamiento2*, *Deuda* y *Tamaño* presentan coeficientes estadísticamente significativos en sus valores para el periodo t+1, así como los valores en t+2 de *Independencia* y *Funcionamiento2*. Por otra parte, cuando la variable dependiente creación de valor se mide a través de medidas contables con *Resultado ROA*, las variables *Tamaño del consejo*, *Dualidad* y *Deuda* tampoco pueden considerarse estrictamente exógenas del resultado del ejercicio anterior.

Por tanto, la efectividad del consejo de administración, medida a través del número de reuniones y comisiones, se ve afectada por el resultado obtenido en el ejercicio anterior y el grado de independencia del consejo se ve modificado por el resultado obtenido en dos ejercicios anteriores, o bien, el resultado del ejercicio condiciona la efectividad del consejo del año siguiente y el grado de independencia de los próximos dos años. Por otra parte, el *Resultado ROA* condiciona el tamaño del consejo de administración y la presencia de dualidad, al igual que la deuda, del ejercicio siguiente.

Tabla 5.3

**Test de estricta exogeneidad de la estructura de gobierno corporativo al resultado pasado**

Resultados de la estimación de Efectos Fijos de los modelos (2) y (3) donde  $W_{i,t+1}$  y  $W_{i,t+2}$  es el conjunto de variables *Tamaño del consejo*, *Independencia*, *Dualidad*, *Funcionamiento1*, *Funcionamiento2*, *Propiedad Interna*, *Deuda* y *Tamaño*, en los periodos t+1 y t+2, y donde  $\Omega=0$  es la hipótesis nula de exogeneidad estricta.

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta X_{i,t} + \Omega W_{i,t+1} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad t=2003, 2004, \dots, 2008 \quad (2)$$

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta X_{i,t} + \Omega W_{i,t+2} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad t=2003, 2004, \dots, 2008 \quad (3)$$

Variable Dependiente: Resultado (t)	A	B	C	D
	MTB	MTB	ROA	ROA
Tamaño del consejo (t)	0,147 (0,116)	0,220 (0,137)	0,015 (0,011)	0,010 (0,013)
Independencia (t)	-0,177 (0,176)	-0,2811 (0,208)	0,002 (0,017)	-0,001 (0,019)
Dualidad (t)	-0,021 (0,066)	-0,0883 (0,082)	<b>0,013**</b> (0,006)	0,012 (0,007)
Funcionamiento1 (t)	-0,035 (0,064)	-0,0938 (0,079)	-0,007 (0,006)	-0,005 (0,007)
Funcionamiento2 (t)	0,057 (0,075)	0,0662 (0,086)	0,006 (0,007)	0,0002 (0,008)
Propiedad Interna (t)	-0,001 (0,001)	-0,0025 (0,002)	<b>-0,0003**</b> (0,0001)	<b>-0,0003*</b> (0,0002)
Deuda (t)	<b>0,899***</b> (0,187)	<b>1,073***</b> (0,218)	<b>-0,038**</b> (0,018)	<b>-0,058***</b> (0,021)
Tamaño (t)	<b>-0,481***</b> (0,042)	<b>-0,514***</b> (0,052)	<b>-0,028***</b> (0,004)	<b>-0,022***</b> (0,004)
LIBECA (t)	<b>-0,041***</b> (0,014)	<b>-0,052***</b> (0,015)	<b>0,002**</b> (0,001)	<b>0,003**</b> (0,001)
Tamaño del consejo (t+1)	0,090 (0,117)		<b>0,023**</b> (0,011)	
Independencia (t+1)	-0,014 (0,186)		-0,008 (0,018)	
Dualidad (t+1)	0,020 (0,065)		<b>0,016***</b> (0,006)	
Funcionamiento1 (t+1)	<b>0,122**</b> (0,064)		-0,002 (0,006)	
Funcionamiento2 (t+1)	<b>-0,159**</b> (0,084)		-0,006 (0,008)	
Propiedad interna (t+1)	0,001 (0,002)		0,0001 (0,0002)	
Deuda (t+1)	<b>-0,293*</b> (0,179)		<b>-0,034**</b> (0,017)	
Tamaño (t+1)	<b>0,076**</b> (0,027)		0,005 (0,002)	
Tamaño del consejo (t+2)		-0,144 (0,146)		0,014 (0,014)
Independencia (t+2)		<b>0,401*</b> (0,229)		0,021 (0,022)
Dualidad (t+2)		0,065 (0,078)		0,002 (0,007)
Funcionamiento1 (t+2)		0,057 (0,076)		-0,005 (0,007)
Funcionamiento2 (t+2)		<b>-0,253**</b> (0,104)		-0,010 (0,010)
Propiedad interna (t+2)		0,001 (0,002)		0,0001 (0,0002)
Deuda (t+2)		-0,035 (0,213)		0,025 (0,020)
Tamaño (t+2)		0,042 (0,028)		0,004 (0,002)
Constante	<b>9,625***</b> (1,297)	<b>11,301***</b> (1,475)	0,182 (0,125)	0,073 (0,141)
Dummies anuales	sí	sí	sí	sí
Observaciones	1.320	1.025	1.320	1.025
R <sup>2</sup>	0,16	0,21	0,12	0,11
F	<b>9,48***</b>	<b>9,40***</b>	<b>6,42***</b>	<b>4,62***</b>
Grados de libertad	21,10	20,71	21,10	20,71

\*\*\* p<0,01; \*\* p<0,05; \* p<0,10

**Tabla 5.4**

**Test de estricta exogeneidad de la estructura de propiedad al resultado pasado**

Resultados de la estimación de Efectos Fijos de los modelos (2) y (3) donde  $W_{i,t+1}$  y  $W_{i,t+2}$  es el conjunto de variables *Propiedad primer accionista, Contestabilidad, Accionista individuo o familia, Accionista entidad financiera, Deuda* y *Tamaño*, en los periodos t+1 y t+2, y donde  $\Omega=0$  es la hipótesis nula de exogeneidad estricta.

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta X_{i,t} + \Omega W_{i,t+1} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad t=2003, 2004, \dots, 2008 \quad (2)$$

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta X_{i,t} + \Omega W_{i,t+2} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad t=2003, 2004, \dots, 2008 \quad (3)$$

	E	F	G	H
<b>Variable Dependiente: Resultado (t)</b>	<b>MTB</b>	<b>MTB</b>	<b>ROA</b>	<b>ROA</b>
Propiedad primer accionista (t)	0,002 (0,002)	0,0006 (0,002)	-0,0001 (0,0002)	-0,0001 (0,0002)
Contestabilidad (t)	-0,012 (0,059)	-0,016 (0,069)	0,003 (0,006)	0,001 (0,007)
Accionista individuo o familia (t)	0,038 (0,081)	-0,012 (0,094)	<b>-0,014*</b> (0,008)	<b>-0,017*</b> (0,009)
Accionista entidad financiera (t)	<b>0,069*</b> (0,040)	0,068 (0,049)	-0,001 (0,004)	0,004 (0,005)
Deuda (t)	<b>0,876***</b> (0,181)	<b>1,056***</b> (0,208)	<b>-0,042**</b> (0,018)	<b>-0,070***</b> (0,021)
Tamaño (t)	<b>-0,466***</b> (0,039)	<b>-0,543***</b> (0,049)	<b>-0,027***</b> (0,004)	<b>-0,027**</b> (0,005)
LIBECA (t)	<b>-0,048***</b> (0,014)	<b>-0,050***</b> (0,015)	<b>0,002*</b> (0,001)	<b>0,003**</b> (0,001)
Propiedad primer accionista (t+1)	0,0006 (0,002)		-0,0001 (0,0002)	
Contestabilidad (t+1)	<b>-0,112*</b> (0,064)		-0,0004 (0,006)	
Accionista individuo o familia (t+1)	0,053 (0,089)		-0,002 (0,009)	
Accionista entidad financiera (t+1)	-0,029 (0,041)		0,005 (0,004)	
Deuda (t+1)	-0,258 (0,175)		<b>-0,029*</b> (0,018)0898	
Tamaño (t+1)	<b>0,074***</b> (0,026)		<b>0,006***</b> (0,002)	
Propiedad primer accionista (t+2)		0,003 (0,002)		0,0002 (0,0002)
Contestabilidad (t+2)		-0,107 (0,082)		-0,008 (0,008)
Accionista individuo o familia (t+2)		<b>-0,253**</b> (0,119)		0,015 (0,012)
Accionista entidad financiera (t+2)		-0,010 (0,049)		<b>0,008*</b> (0,005)
Deuda (t+2)		0,073 (0,204)		<b>0,041**</b> (0,021)
Tamaño (t+2)		0,043 (0,027)		0,004 (0,003)
Constante	<b>10,451***</b> (1,240)	<b>11,444***</b> (1,343)	<b>0,265**</b> (0,128)	0,165 (0,139)
<i>Dummies</i> anuales	sí	sí	sí	sí
Observaciones	1.392	1.089	1.392	1.392
R <sup>2</sup>	0,16	0,2	0,11	0,13
F	<b>12,33***</b>	<b>12,04***</b>	<b>7,65***</b>	<b>7,22***</b>
Grados de libertad	17,1	16,76	17,1	16,76

\*\*\* p<0,01; \*\* p<0,05; \* p<0,10

La Tabla 5.4 muestra los resultados de la estimación de las ecuaciones (2) y (3) cuando  $\mathbf{W}_{i,t+1}$  y  $\mathbf{W}_{i,t+2}$  recogen únicamente las variables de estructura de la propiedad de la empresa, *Propiedad primer accionista*, *Contestabilidad*, *Accionista individuo o familia*, *Accionista entidad financiera* y sus características (*Deuda*, *Tamaño*). En los modelos E y F la variable dependiente es el *Resultado MTB<sub>t</sub>* y en los modelos G y H es *Resultado ROA<sub>t</sub>*.

En modelo E, las variables *Contestabilidad<sub>t+1</sub>* y *Tamaño<sub>t+1</sub>* presentan coeficientes significativos. En el modelo F ocurre lo mismo para la tipología del primer accionista medido con *Accionista individuo o familia<sub>t+2</sub>*.

Si tenemos en cuenta el *Resultado ROA<sub>t</sub>* como variable dependiente, el modelo G presenta coeficientes significativos para las características empresariales *Deuda<sub>t+1</sub>* y *Tamaño<sub>t+1</sub>* y en el modelo H para *Accionista entidad financiera<sub>t+2</sub>* y *Deuda<sub>t+2</sub>*,

Asimismo, para dotar de mayor robustez a los resultados se ha realizado una nueva estimación donde  $\mathbf{W}_{i,t+1}$  y  $\mathbf{W}_{i,t+2}$  recogen de manera conjunta tanto las variables de la estructura de gobierno corporativo como las variables de la estructura de propiedad y características empresariales. Los resultados de esta estimación se recogen en la Tabla 5.5 para los valores futuros de las variables en el periodo t+1 y Tabla 5.6 para el periodo t+2.

Los resultados de la Tabla 5.5 corroboran, cuando consideramos en el modelo I la relación de las variables explicativas con el resultado del año anterior, que *Funcionamiento1<sub>t+1</sub>*, *Funcionamiento2<sub>t+1</sub>*, *Deuda<sub>t+1</sub>* y *Tamaño<sub>t+1</sub>* no son estrictamente exógenas del resultado cuando este se mide a través de su valor de mercado (*Resultado MTB<sub>t</sub>*), y que el tamaño del consejo de administración (*Tamaño Consejo<sub>t+1</sub>*), la existencia de dualidad de funciones en la figura del presidente del consejo (*Dualidad<sub>t+1</sub>*), la condición de entidad financiera del primer accionista (*Accionista entidad financiera<sub>t+1</sub>*), el nivel de deuda (*Deuda<sub>t+1</sub>*) y el tamaño de la empresa (*Tamaño<sub>t+1</sub>*) no pueden considerarse estrictamente exógenos de la rentabilidad de la empresa medida a través del *Resultado ROA*, recogido en el modelo J. Por tanto, se considera que estas variables se pueden ver afectadas por el resultado obtenido en el ejercicio anterior.

**Tabla 5.5**  
**Test de estricta exogeneidad de la estructura de gobierno, la estructura de propiedad y las características de la empresa al resultado pasado**

Resultados de la estimación de Efectos Fijos de los modelos (2)  $W_{i,t+1}$  es el conjunto de variables: *Tamaño del consejo, Independencia, Dualidad, Funcionamiento1, Funcionamiento 2, Propiedad interna, Propiedad primer accionista, Contestabilidad, Accionista individuo o familia, Accionista entidad financiera, Deuda y Tamaño*, en el periodo  $t+1$ , y donde  $\Omega=0$  es la hipótesis nula de exogeneidad estricta.

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta X_{i,t} + \Omega W_{i,t+1} + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

t=2003, 2004, ... , 2008 (2)

Variable Dependiente: Resultado (t)	I	J
	MTB	ROA
Tamaño del consejo (t)	0,187 (0,118)	0,016 (0,011)
Independencia (t)	-0,186 (0,176)	0,001 (0,017)
Dualidad (t)	-0,015 (0,066)	<b>0,013**</b> (0,006)
Funcionamiento1 (t)	-0,024 (0,065)	-0,006 (0,006)
Funcionamiento2 (t)	0,055 (0,076)	0,007 (0,007)
Propiedad interna (t)	-0,003 (0,002)	<b>-0,0004***</b> (0,0002)
Propiedad primer accionista (t)	0,003 (0,002)	-0,0001 (0,0002)
Contestabilidad (t)	-0,030 (0,063)	0,002 (0,006)
Accionista individuo o familia (t)	<b>0,156*</b> (0,095)	0,012 (0,009)
Accionista entidad financiera (t)	<b>0,086**</b> (0,042)	-0,003 (0,004)
Deuda (t)	<b>0,897***</b> (0,188)	<b>-0,037**</b> (0,018)
Tamaño (t)	<b>-0,487***</b> (0,042)	<b>-0,029***</b> (0,004)
LIBECA (t)	<b>-0,042***</b> (0,014)	<b>0,002**</b> (0,001)
Tamaño del consejo (t+1)	0,112 (0,119)	<b>0,020**</b> (0,011)
Independencia (t+1)	-0,008 (0,188)	-0,011 (0,018)
Dualidad (t+1)	0,016 (0,066)	<b>0,017***</b> (0,006)
Funcionamiento1 (t+1)	<b>0,121*</b> (0,064)	-0,002 (0,006)
Funcionamiento2 (t+1)	<b>-0,147*</b> (0,084)	-0,007 (0,008)
Propiedad interna (t+1)	0,002 (0,002)	0,0002 (0,0002)
Propiedad primer accionista (t+1)	-0,0001 (0,002)	-0,0001 (0,0002)
Contestabilidad (t+1)	-0,103 (0,068)	-0,001 (0,006)
Accionista individuo o familia (t+1)	0,042 (0,099)	-0,007 (0,009)
Accionista entidad financiera (t+1)	-0,011 (0,043)	<b>0,009**</b> (0,004)
Deuda (t+1)	<b>-0,338**</b> (0,180)	<b>-0,034**</b> (0,017)
Tamaño (t+1)	<b>0,076***</b> (0,027)	<b>0,005**</b> (0,003)
Constante	<b>9,606***</b> (1,328)	<b>0,218*</b> (0,128)
Dummies anuales	sí	sí
Observaciones	1.318	1.318
R <sup>2</sup>	0,17	0,13
F	<b>7,25***</b>	<b>5,00***</b>
Grados de libertad	29,99	29,99

\*\*\* p<0,01; \*\* p<0,05; \* p<0,10

**Tabla 5.6**  
**Test de estricta exogeneidad de la estructura de gobierno, la estructura de propiedad y las características de la empresa al resultado pasado**

Resultados de la estimación de Efectos Fijos de los modelos (3)  $W_{i,t+2}$  es el conjunto de variables: *Tamaño del consejo, Independencia, Dualidad, Funcionamiento1, Funcionamiento 2, Propiedad interna, Propiedad primer accionista, Contestabilidad, Accionista individuo o familia, Accionista entidad financiera, Deuda y Tamaño*, en el periodo  $t+2$ , y donde  $\Omega=0$  es la hipótesis nula de exogeneidad estricta.

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta X_{i,t} + \Omega W_{i,t+2} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad t=2003, 2004, \dots, 2008 \quad (3)$$

Variable Dependiente: Resultado (t)	K	L
	MTB	ROA
Tamaño del consejo (t)	<b>0,263*</b> (0,141)	0,012 (0,013)
Independencia (t)	-0,296 (0,210)	-0,001 (0,020)
Dualidad (t)	-0,079 (0,082)	0,012 (0,008)
Funcionamiento1 (t)	-0,096 (0,081)	-0,004 (0,007)
Funcionamiento2 (t)	0,055 (0,088)	0,002 (0,008)
Propiedad interna (t)	-0,003 (0,002)	<b>-0,0004**</b> (0,0002)
Propiedad primer accionista (t)	0,001 (0,003)	-0,0001 (0,0002)
Contestabilidad (t)	-0,048 (0,076)	-0,005 (0,007)
Accionista individuo o familia (t)	0,096 (0,111)	0,012 (0,010)
Accionista entidad financiera (t)	0,073 (0,053)	0,0006 (0,005)
Deuda (t)	<b>1,050***</b> (0,221)	<b>-0,059***</b> (0,021)
Tamaño (t)	<b>-0,518***</b> (0,052)	<b>-0,022***</b> (0,005)
LIBECA (t)	<b>-0,053***</b> (0,016)	<b>0,003**</b> (0,001)
Tamaño del consejo (t+2)	-0,152 (0,149)	0,015 (0,014)
Independencia (t+2)	<b>0,444**</b> (0,231)	0,024 (0,022)
Dualidad (t+2)	0,076 (0,079)	0,002 (0,007)
Funcionamiento1 (t+2)	0,047 (0,077)	-0,006 (0,007)
Funcionamiento2 (t+2)	<b>-0,254***</b> (0,105)	-0,010 (0,010)
Propiedad interna (t+2)	0,0003 (0,002)	0,0001 (0,0002)
Propiedad primer accionista (t+2)	0,004 (0,002)	0,0003 (0,0002)
Contestabilidad (t+2)	-0,084 (0,087)	-0,010 (0,008)
Accionista individuo o familia (t+2)	<b>-0,225*</b> (0,131)	<b>0,022*</b> (0,012)
Accionista entidad financiera (t+2)	-0,019 (0,054)	0,004 (0,005)
Deuda (t+2)	-0,038 (0,216)	0,024 (0,021)
Tamaño (t+2)	0,041 (0,028)	0,004 (0,003)
Constante	<b>11,311***</b> (1,523)	0,080 (0,145)
<i>Dummies</i> anuales	sí	sí
Observaciones	1.023	1.023
R <sup>2</sup>	0,22	0,13
F	<b>7,03***</b>	<b>3,63***</b>
Grados de libertad	28,7	28,7

\*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,10$

La Tabla 5.6 presenta el mismo modelo considerando las variables explicativas de la estructura de gobierno corporativo, estructura de propiedad y empresa en el periodo  $t+2$ , resultando significativos los coeficientes de las variables *Independencia* $_{t+2}$ , *Funcionamiento* $_{t+2}$  y *Accionista individuo o familia* $_{t+2}$  cuando el resultado se mide a través del su valor de mercado *Resultado MTB* $_t$  (modelo K) y de las variables *Accionista individuo o familia* $_{t+2}$  cuando se trata del *Resultado ROA* $_t$  (modelo L).

El test de estricta exogeneidad realizado permite rechazar la hipótesis nula relativa a que la estructura de gobierno corporativo, la estructura de propiedad o las características de la empresa sean variables estrictamente exógenas del resultado obtenido por la empresa en ejercicios anteriores, tal como ya se ha visto en trabajos como Wintoki et al. (2012), El-Faitouri (2014) y Grieser y Hadlock (2015).

Estos resultados permiten contrastar la Hipótesis 2 relativa a la ausencia de estricta exogeneidad de las estructuras de gobierno y propiedad de las empresas, junto con sus características propias, del resultado obtenido en ejercicios anteriores, desglosada específicamente en las 2.1 y 2.2. Asimismo, estos resultados descartan el uso de un modelo de efectos fijos para la determinación del efecto del gobierno y estructura de propiedad sobre el resultado, por considerarse inconsistente, siendo aconsejable la utilización de un estimador generalizado de momentos (GMM).

### 5.3.3 Relación dinámica entre la estructura de gobierno, la estructura de propiedad y las características de la empresa con el resultado

A continuación se presentan los resultados de la estimación de la relación dinámica entre la estructura de gobierno corporativo, la estructura de propiedad y las características de la empresa con el resultado. Para ello vamos a utilizar el siguiente modelo, planteado en el capítulo anterior:

$$Y_{i,t} = \alpha + \kappa_1 Y_{i,t-1} + \kappa_2 Y_{i,t-2} + \beta X_{i,t} + \gamma Z_{i,t} + \theta D_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad t=2003,2004,\dots,2008 \quad (1)$$

donde  $Y_{i,t}$  es la creación de valor de la empresa medida a través del *Resultado MTB* y del *Resultado ROA*;  $X_{i,t}$  incluye las variables relativas al gobierno de la empresa, medido por las características y funcionamiento de su consejo de administración (*Tamaño del*



*consejo, Independencia, Dualidad, Funcionamiento1, Funcionamiento2, Propiedad interna*) y de la estructura de propiedad (*Propiedad primer accionista, Contestabilidad, Accionista individuo o familia, Accionista entidad financiera*);  $\mathbf{Z}_{i,t}$  incluye las variables propias que caracterizan la empresa (*Deuda, Tamaño*); y  $\mathbf{D}_{i,t}$  la variable representativa del marco institucional (*LIBECA*) y las variables *dummies* relativas a los años del panel.

A pesar de que los resultados del test de estricta exogeneidad recomiendan no usar el estimador de efectos fijos, dada su inconsistencia, se sigue el esquema planteado por Wintoki et al. (2012) y utilizado también otros autores como El-Faitouri (2014) o Schultz et al. (2010), en el cual se comparan diversas metodologías, con el fin de contrastar la necesidad de utilizar un modelo dinámico que tenga en cuenta las diferentes fuentes de endogeneidad existentes en el análisis del gobierno de la empresa. En primer lugar, se va a estimar un modelo estático de efectos fijos que no tiene en cuenta los retardos de la variable dependiente ( $\kappa_1=\kappa_2=0$ ), para luego estimar el modelo dinámico que incluye dos retardos de la variable dependiente, tal y como se había establecido en epígrafes anteriores, primero a través de la metodología de efectos fijos y a continuación con el estimador GMM.

El estimador GMM permite emplear variables instrumentales que controlan la endogeneidad de las variables y evita los problemas de heterogeneidad inobservable constante que surge de aspectos particulares de cada empresa y que permanecen a lo largo del tiempo. Asimismo, se trata de un enfoque dinámico que tiene en cuenta la inercia de la variable dependiente a lo largo del tiempo, es decir, el hecho de que el resultado de la empresa pueda estar condicionado por sus valores en años anteriores (Delgado, Quevedo y Díaz, 2009). En función de los test de exogeneidad estricta realizados, los grupos de variables  $\mathbf{X}_{i,t}$  y  $\mathbf{Z}_{i,t}$  son considerados como variables endógenas y utilizaremos como instrumentos para su estimación las propias variables retardadas dos periodos. Por otra parte, asumimos que  $\mathbf{D}_{i,t}$  que recoge la influencia del entorno y del país y las variables *dummies* de los años del panel son consideradas como estrictamente exógenas.

El resultado de la estimación se recoge en la Tabla 5.7 a través de diferentes modelos. Los modelos M, N y O utilizan como variable dependiente  $Y_{i,t}$  el *Resultado MTB* y los modelos P, Q y R el *Resultado ROA*.

### **5.3.3.1 Resultados de la relación dinámica para la variable dependiente Resultado MTB**

El modelo estático M presenta los resultados de la estimación del modelo con la variable dependiente *Resultado MTB*. Si se analizan y comparan los resultados de los modelos M, N y O, se puede apreciar la heterogeneidad de resultados obtenidos, en función de la metodología empleada.

En relación con la estructura de gobierno corporativo, se sugiere una relación positiva y significativa entre el tamaño del consejo de administración y el resultado, en contra de los resultados obtenidos por autores como Yermack (1996) o Bhagat y Black (2002), que encontraban una relación negativa entre el número de consejeros y el resultado, ya que las mayores necesidades de coordinación y los problemas derivados del procesamiento de la información pueden generar una disminución de la eficiencia en las tareas de control y supervisión (Jensen, 1993). Esta controversia ha sido constante en el análisis del tamaño y la composición del consejo. Otros autores (Sah y Stiglitz, 1986; Adams et al., 2005) ya han argumentado que los grupos de mayor tamaño tienden a rechazar los malos proyectos, de tal forma que un mayor número de consejeros contribuye a un resultado mayor y menos variable. Sin embargo, los resultados para esta misma variable, dejan de ser significativos cuando estimamos el modelo dinámico, tanto con efectos fijos (modelo N), como controlando la endogeneidad con GMM (modelo O).

El modelo estático M, también muestra una relación negativa y significativa entre la propiedad en manos de los miembros del consejo de administración y el resultado medido a través de valores de mercado (Morck et al., 1988; Weisbach, 1988; Fernández y Gómez, 1999), la cual permanece en el modelo N, pero desaparece al controlar la endogeneidad en el modelo dinámico O.

**Tabla 5.7**  
**Relación dinámica entre la estructura de gobierno, la estructura de propiedad**  
**y las características de la empresa con el resultado**

$$Y_{i,t} = \alpha + \kappa_1 Y_{i,t-1} + \kappa_2 Y_{i,t-2} + \beta X_{i,t} + \gamma Z_{i,t} + \theta D_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad t=2003,2004,\dots,2008 \quad (1)$$

Variable Dependiente: Resultado (t)	M <sup>a</sup>	N	O	P <sup>a</sup>	Q	R
	MTB (t)			ROA (t)		
	Modelo estático	Modelo dinámico		Modelo estático	Modelo dinámico	
	Efectos fijos	Efectos fijos	GMM	Efectos fijos	Efectos fijos	GMM
Tamaño del consejo (t)	<b>0,347***</b> (0,107)	0,216 (0,135)	0,336 (0,265)	0,0001 (0,011)	0,0001 (0,015)	0,012 (0,015)
Independencia (t)	0,048 (0,163)	<b>0,432**</b> (0,217)	0,600 (0,599)	0,002 (0,016)	0,027 (0,023)	-0,034 (0,036)
Dualidad (t)	-0,041 (0,059)	-0,008 (0,073)	0,031 (0,108)	0,009 (0,006)	-0,003 (0,008)	0,002 (0,012)
Funcionamiento1 (t)	0,054 (0,061)	0,055 (0,073)	0,049 (0,179)	<b>-0,010*</b> (0,006)	-0,004 (0,008)	-0,011 (0,018)
Funcionamiento2 (t)	0,094 (0,072)	0,140 (0,099)	-0,052 (0,239)	0,012 (0,007)	<b>0,030***</b> (0,012)	-0,009 (0,021)
Propiedad interna (t)	<b>-0,004**</b> (0,002)	<b>-0,006***</b> (0,002)	0,002 (0,004)	<b>-0,0002*</b> (0,0002)	-0,0001 (0,0002)	-0,0005 (0,0004)
Propiedad primer accionista (t)	0,002 (0,002)	<b>0,005**</b> (0,002)	0,005 (0,005)	-0,0001 (0,0002)	-0,0001 (0,0002)	-0,0001 (0,0003)
Contestabilidad (t)	-0,038 (0,063)	-0,095 (0,079)	-0,201 (0,221)	0,001 (0,006)	0,011 (0,009)	0,014 (0,021)
Accionista individuo o familia (t)	<b>0,237***</b> (0,087)	0,145 (0,123)	-0,123 (0,203)	-0,001 (0,009)	<b>-0,028**</b> (0,013)	0,004 (0,014)
Accionista entidad financiera (t)	<b>0,092**</b> (0,041)	<b>0,081*</b> (0,049)	0,108 (0,102)	0,005 (0,004)	<b>0,013***</b> (0,005)	-0,015 (0,012)
Deuda (t)	<b>0,708***</b> (0,159)	<b>0,555***</b> (0,201)	0,323 (0,409)	<b>-0,126***</b> (0,016)	<b>-0,150***</b> (0,022)	0,043 (0,038)
Tamaño (t)	<b>-0,708***</b> (0,026)	<b>-0,824***</b> (0,027)	-0,067 (0,054)	<b>-0,006**</b> (0,002)	-0,001 (0,003)	0,0001 (0,003)
LIBECA (t)	<b>-0,048***</b> (0,014)	-0,011 (0,019)	0,003 (0,009)	<b>0,004***</b> (0,001)	<b>0,008***</b> (0,002)	0,0009 (0,001)
Resultado MTB (t-1)		<b>0,278***</b> (0,042)	<b>0,752***</b> (0,118)			
Resultado MTB (t-2)		<b>-0,177***</b> (0,034)	-0,088 (0,129)			
Resultado ROA (t-1)					<b>0,243***</b> (0,045)	<b>0,920***</b> (0,112)
Resultado ROA (t-2)					<b>-0,097***</b> (0,037)	0,037 (0,085)
Constante	<b>13,347***</b> (1,122)	<b>12,654***</b> (1,452)	-0,120 (1,328)	-0,073 (0,114)	-0,427 (0,160)	-0,650 (0,106)
Dummies anuales	sí	sí	sí	sí	sí	sí
Observaciones	1.621	1.064	1.064	1.621	1.064	1.064
R <sup>2</sup>	0,39	0,59		0,12	0,24	
F	<b>47,22***</b>	<b>61,69***</b>		<b>10,62***</b>	<b>12,91***</b>	
Wald			<b>242,42***</b>			<b>408,81***</b>
Grados de libertad	18,13	18,75	18	18,13	18,75	18
AR (1)			<b>-2,70***</b>			<b>-3,20***</b>
AR (2)			0,34			-0,57
Test de Hansen			90,38			81,03
Grados de libertad			80			80
Diff-in-Hansen			44,23			59,34

\*\*\* p<0,01; \*\* p<0,05; \* p<0,10

<sup>a</sup>  $\kappa_1 = \kappa_2 = 0$

Con relación a las variables de la estructura de propiedad, la tipología del primer accionista tiene una relación positiva y significativa en los modelos de efectos fijos cuando éste es individuo o familia (M) así como entidad financiera (M y N), lo cual contribuye a mejorar el resultado. Asimismo, en M y N, la deuda mantiene una relación positiva y significativa, mientras que el tamaño de la empresa presenta un coeficiente negativo y significativo (Agrawal y Knoeber, 1996). Ambas variables dejan de ser significativas en el modelo dinámico O estimado por GMM. El modelo N presenta un coeficiente positivo y significativo para la relación entre la independencia del consejo y el resultado, sumándose de nuevo a la controversia de la literatura, donde John y Senbet (1998) encontraban evidencias de que la mayor independencia del consejo mejoraba su efectividad y contribuía a un mejor resultado, mientras Bhagat y Black (2002) no encuentran ninguna relación o Bhagat y Bolton (2008), utilizando un sistema de ecuaciones simultáneas, sí encuentran que dicha independencia está negativamente correlacionada con el resultado actual. Cuando se analiza esta variable en el modelo dinámico O, pierde su significatividad, aunque no su signo. Finalmente, la variable relativa al marco institucional también pasa de ser significativa en el modelo estático a perder esa significatividad en el modelo dinámico O.

La validez de los estimadores GMM dependen de la ausencia de autocorrelación serial de segundo orden AR(2) y de la validez de los instrumentos (Arellano y Bond, 1991; Roodman, 2009). La Tabla 5.7 presenta para el modelo dinámico O un AR(2) no significativo (0,34; p-valor 0,73), por lo que no se puede rechazar la hipótesis nula de ausencia de autocorrelación serial de segundo orden. Por otra parte, para que un instrumento sea considerado válido debe estar correlacionado con la variable para la que sirve de instrumento pero no debe estar correlacionado con los términos de error. El test de Hansen de restricciones sobreidentificadas que comprueba la validez de los instrumentos es no significativo para el modelo O (90,38; p-valor 0,20), por lo que no se puede rechazar la hipótesis nula de validez de los instrumentos empleados. Asimismo, el test de diferencia de Hansen para la exogeneidad de los instrumentos empleados, tampoco es significativo (44,23; p-valor 0,79) por lo que no se rechaza la hipótesis nula de exogeneidad de los instrumentos.

A modo de resumen del análisis de los modelos M, N y O, puede apreciarse la heterogeneidad de resultados procedentes de las diferentes metodologías utilizadas, cuando la variable dependiente es la creación de valor medida con el *Resultado MTB*. El hecho de obviar la endogeneidad del gobierno de la empresa, la estructura de propiedad y las características empresariales, provoca que aparezcan, en los modelos de efectos fijos, relaciones significativas que tratan de compensar y sustituir el efecto de unos mecanismos sobre otros. Puede apreciarse, cómo el hecho de pasar de un modelo estático a un modelo dinámico de efectos fijos mejora la estimación, pasando de un  $R^2$  del 39% en el modelo estático a uno del 59% en el modelo de efectos fijos dinámico. Sin embargo, el control de dicha endogeneidad con una estimación GMM, genera que dichas relaciones significativas desaparezcan cuando se trata de una relación dinámica en el tiempo, teniendo en cuenta la endogeneidad del modelo y de las variables, y permite contrastar la hipótesis de eficiencia o equilibrio de las estructuras de gobierno corporativo, según la cual las empresas eligen estructuras de gobierno y propiedad eficientes en función de sus resultados y entorno, por lo que dichas variables dejan de ser significativas, manteniendo únicamente una relación significativa y positiva el resultado del ejercicio anterior. El marco institucional solamente se revela significativo en el caso del modelo estático y dicha significatividad desaparece en los modelos dinámicos, hecho que pone de manifiesto que la empresa ajusta sus características y estructuras de gobierno y propiedad en función del entorno legal y económico en el que desarrolla su actividad, llegando a una situación de equilibrio que permite contrastar la Hipótesis 4.

#### **5.3.3.2 Resultados de la relación dinámica para la variable dependiente Resultado ROA**

Si se realiza un análisis de los resultados, paralelo al anterior, cuando la variable dependiente es el *Resultado ROA*, obtenemos unos resultados convergentes, con alguna peculiaridad.

El funcionamiento del consejo de administración se vuelve significativo, manteniendo una relación negativa en el modelo estático P, en relación con el número de reuniones anuales, y positiva en el modelo dinámico de efectos fijos Q, en relación con el número de comisiones. De manera similar a los modelos anteriores la propiedad en manos de los

consejeros mantiene una relación negativa y significativa en el modelo estático P y la naturaleza del primer accionista resulta significativa en el modelo dinámico Q de efectos fijos. Sin embargo, en este caso la condición de individuo o familia del primer accionista tiene una relación negativa con el *Resultado ROA*. El nivel de endeudamiento afecta negativamente al resultado en ambos modelos y el entorno o marco institucional medido por *LIBECA* tiene una relación positiva y significativa, por lo que el mayor número de libertades y protección a la hora de realizar transacciones económicas en el país afecta positivamente al resultado contable.

También puede verse como  $R^2$  mejora del modelo estático al dinámico, pasando del 12% al 24%. Igual que en el caso anterior, la estimación del modelo dinámico GMM (modelo R) no presenta ninguna relación significativa entre las estructuras de gobierno y propiedad de las empresas, ni con sus características propias, ni con el marco institucional, únicamente con el ROA del ejercicio anterior. Por tanto, asumimos el ajuste de dichas variables hasta alcanzar una situación de equilibrio entre entorno, gobierno, propiedad y empresa, contribuyendo a contrastar con mayor robustez la Hipótesis 4.

En este caso, se testa la ausencia de autocorrelación serial de segundo orden AR(2) (-0,57; p-valor 0,57), la validez de los instrumentos a través del test de Hansen (81,03; p-valor 0,44) y la exogeneidad de los instrumentos con el test de diferencia de Hansen (59,34; p-valor 0,25).

Con el fin de dotar de mayor robustez a los resultados alcanzados se ha procedido a estimar el modelo dinámico de la ecuación (1) utilizando la variable *Legal* representativa del origen del sistema legal de cada país, con el fin de comprobar que los resultados son coherentes con lo obtenido en la estimación anterior, y así puede verse en la Tabla 5.8.

Nuevamente, los resultados de la estimación con GMM revelan la falta de significatividad de las variables relativas al gobierno de la empresa, propiedad, empresa y entorno.

**Tabla 5.8**  
**Relación dinámica entre la estructura de gobierno, la estructura de propiedad y las características de la empresa con el resultado (Estimación GMM)**

$$Y_{i,t} = \alpha + \kappa_1 Y_{i,t-1} + \kappa_2 Y_{i,t-2} + \beta X_{i,t} + \gamma Z_{i,t} + \theta D_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad t=2003,2004,\dots,2008 \quad (1)$$

Variable Dependiente: Resultado (t)	S	T
	MTB	ROA
Tamaño del consejo (t)	0,388 (0,266)	0,001 (0,014)
Independencia (t)	0,441 (0,672)	-0,034 (0,034)
Dualidad (t)	0,056 (0,112)	-0,003 (0,011)
Funcionamiento1 (t)	0,009 (0,181)	-0,009 (0,019)
Funcionamiento2 (t)	-0,123 (0,224)	-0,005 (0,020)
Propiedad interna (t)	0,001 (0,004)	-0,001 (0,001)
Propiedad primer accionista (t)	0,005 (0,005)	-0,001 (0,001)
Contestabilidad (t)	-0,146 (0,246)	0,006 (0,020)
Accionista individuo o familia (t)	-0,061 (0,220)	-0,001 (0,013)
Accionista entidad financiera (t)	0,077 (0,107)	-0,014 (0,012)
Deuda (t)	-0,067 (0,058)	0,001 (0,003)
Tamaño (t)	0,410 (0,398)	0,048 (0,036)
Legal (t)	0,174 (0,112)	-0,003 (0,012)
Resultado MTB (t-1)	<b>0,782***</b> (0,116)	
Resultado MTB (t-2)	-0,098 (0,135)	
Resultado ROA (t-1)		<b>0,945***</b> (0,107)
Resultado ROA (t-2)		0,041 (0,083)
Constante	0,033 (1,014)	0,005 (0,061)
<i>Dummies</i> anuales	sí	sí
Observaciones	1064	1064
Wald	<b>233,03***</b>	<b>460,95***</b>
Grados de libertad	18	18
AR (1) (p-valor)	(0,006)	(0,001)
AR (2) (p-valor)	(0,667)	(0,545)
Test de Hansen (p-valor)	(0,158)	(0,440)
Grados de libertad	80	80
Diff-in-Hansen (p-valor)	(0,773)	(0,315)

\*\*\* p<0,01; \*\* p<0,05; \* p<0,10

El modelo dinámico S, con variable dependiente Resultado MTB, presenta un AR(2) no significativo (0,43; p-valor 0,667), por lo que no se puede rechazar la hipótesis nula de ausencia de autocorrelación serial de segundo orden. El test de Hansen de restricciones sobreidentificadas que comprueba la validez de los instrumentos es no significativo (92,64; p-valor 0,158) y no permite rechazar la hipótesis nula de validez de los instrumentos empleados. Asimismo, el test de diferencia de Hansen para la exogeneidad de los instrumentos empleados, tampoco es significativo (45,06; p-valor 0,77) por lo que no se rechaza la hipótesis nula de exogeneidad de los instrumentos. El modelo T, con variable dependiente *Resultado ROA*, tampoco presenta correlación serial de segundo orden, el test de Hansen tampoco es significativo por lo que los instrumentos son válidos y el test de diferencia de Hansen nos dice que dichos instrumentos son exógenos.

#### **5.4 UNA REFLEXIÓN FINAL**

Tradicionalmente, la literatura e investigaciones empíricas sobre gobierno de la empresa han mostrado una gran heterogeneidad de resultados en función de la metodología utilizada en las mismas. Existe una gran evidencia relativa a la endogeneidad entre el gobierno corporativo y el resultado de la empresa y de que ambos están conjuntamente determinados. Las regresiones basadas en mínimos cuadrados ordinarios y efectos fijos no son las adecuadas para controlar dicha endogeneidad, por lo que, en la actualidad, la estimación a través del método generalizado de momentos GMM permite controlar dicha endogeneidad así como la heterogeneidad inobservable, a la vez que permite tener en cuenta el efecto del resultado en periodos anteriores.

El análisis empírico realizado trata de contrastar dicha endogeneidad entre la estructura de gobierno corporativo, la estructura de propiedad y las características de la empresa con la creación de valor. Los resultados obtenidos contribuyen a esclarecer la heterogeneidad de evidencias habidas en la literatura y corroboran la hipótesis relativa a la existencia de estructuras empresariales que, en cada entorno legal y país, determinan de manera eficiente el grado de concentración de su propiedad, el tamaño y composición de su consejo de administración, su tamaño como empresa y grado de endeudamiento, entre otras variables, en función del resultado obtenido en ejercicios



anteriores. Dado que existen múltiples alternativas, el uso de cada mecanismo depende del uso que se esté dando a los demás, por lo que el efecto individual de cada uno en el resultado es irrelevante y si los analizamos de manera conjunta los resultados no deben mostrar relaciones significativas entre ellos.

Hemos utilizado una muestra total de 306 empresas europeas para el periodo 2003-2008 anterior a la crisis financiera, de las cuales, en función del sistema legal al que pertenecen, 127 empresas anglosajonas pertenecientes al Reino Unido y 179 empresas de Alemania, Bélgica, España, Francia y Holanda, que forman la muestra de empresas continentales.

El análisis descriptivo muestra diferencias significativas entre el entorno, estructura de gobierno, estructura de propiedad, características empresariales y resultado de ambas muestras, corroborando la literatura que distingue entre dos modelos de gobierno corporativo. Las variables del marco institucional presentan que la muestra de empresas anglosajonas cuenta con mayores libertades económicas y protección de los inversores y los derechos de propiedad. Las empresas anglosajonas se caracterizan por tener una propiedad más dispersa, consejos de administración menos numerosos, pero más independientes y más activos, en cuanto a que se reúnen más veces y tienen más comisiones delegadas. El modelo continental de empresas se caracteriza por la propiedad concentrada y en manos de individuos o familias, consejos de mayor tamaño, donde existe dualidad de funciones en la figura del presidente y un menor grado de independencia, ya que la mayor parte de los consejeros se encuentran vinculados con la propiedad y la dirección.

El análisis explicativo de la relación de la estructura de gobierno corporativo, la estructura de propiedad y las características empresariales con la creación de valor, compara los resultados obtenidos cuando se controla la endogeneidad dinámica y cuando no, a través de tres tipos de modelos: un modelo estático de efectos fijos, un modelo dinámico de efectos fijos y un modelo dinámico GMM. Tal y como establecen autores como Agrawal y Knoeber (1996), Schultz et al. (2010), Agrawal y Nasser (2012), Wintoki et al. (2012) o Aggarwal et al. (2015) la significatividad de las variables desaparecerá al considerar la endogeneidad y realizarse un análisis conjunto de todas

ellas. De esta forma, se aprecia cómo aquellas variables que afectan significativamente al resultado pierden su significatividad en la estimación del modelo dinámico GMM por lo que se contrasta la hipótesis relativa al equilibrio de las estructuras de gobierno y propiedad dentro de las empresas y su ajuste al resultado, en un marco institucional dado.

**CONCLUSIONES**



Para entender la problemática que rodea el diseño de los sistemas de gobierno corporativo, es preciso remontarse al origen del proceso contractual, el cual ha dado lugar al establecimiento de los mecanismos de salvaguardia de los intereses de los aportantes de recursos a la empresa. La carencia de información por parte de algunos de los individuos que participan en las transacciones impide la existencia de contratos completos que recojan todas las posibilidades futuras sobre el mismo. Si algún individuo posee más información sobre alguna de las variables relevantes del contrato, puede verse tentado a desarrollar comportamientos oportunistas con el fin de lograr un mayor beneficio particular. La posibilidad de este comportamiento oportunista, basado en la existencia de asimetrías informativas, y el consecuente perjuicio para el resto de partes contratantes, es utilizada por la Teoría de la Agencia para plantear un marco teórico útil que sirva para analizar los diferentes tipos de problemas contractuales de la empresa

(Arruñada, 2013), y plantear las diferentes soluciones posibles, a través de su gobierno corporativo.

Las empresas son un nexo de relaciones contractuales entre diferentes grupos de individuos (Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983a; Fama y Jensen, 1983b), los cuales compiten entre sí para satisfacer sus propios objetivos, siendo a la vez conscientes de la necesidad de colaborar de manera conjunta para alcanzar el objetivo integrador de crear valor sostenible (Jensen y Meckling, 1976; Freeman, 1984). El conflicto entre accionistas y directivos planteado por Berle y Means (1932) refleja una relación de agencia y un problema contractual concreto. La posibilidad de comportamiento oportunista por parte de los directivos, grupo más informado y con mayor margen de discrecionalidad en la empresa, hace plantearse la necesidad de diseñar los mecanismos de salvaguardia necesarios para garantizar el comportamiento diligente de los gerentes y la satisfacción de los intereses de los diferentes aportantes de recursos, principalmente de los inversores.

Los mecanismos de control, internos y externos, y los incentivos tratan de solucionar el problema de agencia entre accionistas y directivos, reduciendo la distancia entre los intereses de ambos. Las soluciones de mercado buscan evitar ciertos comportamientos poco deseados por parte de los directivos y que emitirían señales que afectarían al valor de la empresa o del propio directivo, dando lugar a su despido de la organización o al establecimiento de medidas correctoras de otro tipo. Las soluciones organizativas suponen controles internos, que surgen en el seno de la empresa, e incentivos que limitan, asimismo, dichos comportamientos oportunistas. El gobierno corporativo engloba diferentes tipos de actuaciones por parte de agentes también distintos, pero el objetivo es único, garantizar que los individuos involucrados en la gestión de las organizaciones tomen decisiones que permitan a los distintos grupos de *stakeholders* satisfacer sus intereses, siendo la única manera de lograrlo la creación de valor sostenible.

Si la empresa crea valor, gracias a la cooperación de todos los participantes, y reparte dicho valor de manera equilibrada entre ellos, sin que haya expropiaciones de renta, remunerando por encima de su coste de oportunidad a cada uno, los individuos tendrán

incentivos para seguir en la empresa y mantener la creación de valor de forma sostenida en el tiempo. Por tanto, la creación de valor implica necesariamente un comportamiento diligente de la dirección.

Sin embargo, no hay una manera óptima de conseguir la alineación de intereses entre accionistas y directivos que sea aplicable a cualquier organización, ya que como consecuencia de las diferencias en valores sociales y en tradiciones históricas y legales, los controles que se ejercen en cada país, y, por tanto, los sistemas de gobierno corporativo, han evolucionado de manera diferente (Douma y Schreuder, 2009). El marco institucional en el que se encuentra ubicada una empresa determina su gobierno corporativo, siendo el sistema legal y la protección que éste ofrece a accionistas y acreedores el factor del entorno que lo condiciona en mayor medida. Los países cuya legislación tiene origen en la *common law* ven reforzado el cumplimiento de sus obligaciones contractuales a través de una mayor protección legal del inversor, lo que genera un mejor funcionamiento de los mercados, que en los países que basan sus leyes en la *civil law* o derecho romano (La Porta et al., 2013). Este diferente punto de partida en el diseño de los sistemas de gobierno hace que los países anglosajones, al tener unos mecanismos de control externos más eficientes en función del mejor funcionamiento de sus mercados, desarrollen en menor medida otros mecanismos internos, como es la concentración de la propiedad. Por otra parte, los países de tradición legal romana basan su gobierno corporativo en mecanismos internos articulados dentro de la organización.

En definitiva, el marco institucional de la empresa constituye el primer paso en el ajuste de los mecanismos de gobierno, de tal forma que el entorno condiciona la eficiencia de los mecanismos externos y, por tanto, la utilización por parte de la empresa de las medidas de salvaguardia internas que tiene a su alcance y cuyo coste debe asumir.

El análisis del efecto de la aplicación de los mecanismos de gobierno en el resultado ha sido objeto de múltiples trabajos a lo largo de los años, en busca de recomendaciones sobre cómo deben estructurarse los consejos de administración o cuál debe ser el nivel de endeudamiento de la empresa para mejorar el resultado y proteger en mayor medida los intereses de los accionistas. Estas investigaciones han constituido la base de muchas

de las recomendaciones que hacen los códigos de buen gobierno promulgados por los diferentes países, estableciendo límites al tamaño de los consejos de administración y fomentando un mayor grado de independencia en el seno de los mismos, entre otras. Sin embargo, un gran número de los resultados obtenidos en esos trabajos no tienen en cuenta que gran parte de las variables de interés en gobierno de la empresa son endógenas, ya que el resultado de la empresa es consecuencia de las decisiones de los directivos, pero, a su vez, condicionará las decisiones que se tomen en el futuro (Hermalin y Weisbach, 2003).

Dada la endogeneidad existente entre las variables de gobierno y el resultado, no puede interpretarse que exista un efecto unilateral de un mecanismo, como, por ejemplo, la independencia del consejo de administración sobre el resultado, que sea beneficioso para todas las empresas, sino que cada empresa ajustará la composición de su consejo en función del resultado pasado y esperado, del control ejercido por los mercados, de su estructura de propiedad y de las características de la propia empresa, generando una situación de equilibrio entre todos estos componentes que es propia de cada organización.

El objetivo final de esta investigación es contrastar la hipótesis de equilibrio en los sistemas de gobierno corporativo, dada la interacción existente entre los diferentes mecanismos de gobierno y el resultado. Según esta hipótesis, las estructuras de gobierno y propiedad de las empresas se determinan endógenamente en función del resultado, actual y pasado, y de las características de la empresa, condicionados por el marco institucional en el que la empresa opera. Contrastar esta hipótesis supone realizar una estimación conjunta en la que no se generen relaciones significativas unilaterales entre las variables analizadas y el resultado, ya que se produce un ajuste entre ellos. Dichas variables se determinan unas en función de otras y de su pasado, dando lugar a un equilibrio entre todas ellas. Por tanto, el ejercicio de un mayor control por parte de uno de los mecanismos no afectará al resultado, sino que desencadenará un nuevo ajuste, volviéndose a dar una situación de equilibrio en el sistema de gobierno de la empresa.



Para lograr la consecución de este objetivo, se ha utilizado una muestra de más de 300 empresas cotizadas, no financieras, de 6 países de la Unión Europea, con diferentes tradiciones legales, para un periodo de 6 años. En primer lugar, se aplica un análisis descriptivo que permite entender mejor los datos y caracterizar los diferentes entornos institucionales. Posteriormente, y una vez contrastada la falta de exogeneidad estricta entre las variables, la metodología de datos de panel con el estimador generalizado de momentos (GMM) se revela como la más idónea para contrastar la hipótesis de equilibrio en los sistemas de gobierno corporativo, ante la presencia de heterogeneidad inobservable, simultaneidad y endogeneidad dinámica que caracterizan el análisis del gobierno de la empresa.

El análisis descriptivo permite analizar las diferencias en la estructura de gobierno corporativo, estructura de propiedad, características empresariales y resultado de las empresas anglosajonas y las empresas de Europa continental, separados ambos grupos en función de su tradición legal, basada en la *common law* o *civil law*. Dichas diferencias resultan significativas, por lo que se contrasta la existencia de diferentes modelos de gobierno corporativo en relación al origen de su marco institucional.

Los resultados de este primer análisis reflejan, tal y como recoge la literatura, que las empresas continentales tienden a tener, en comparación con las anglosajonas, consejos de administración más numerosos, menos independientes, con mayor participación en la propiedad por parte de los consejeros y elevada presencia de dualidad en la figura de su presidente. El funcionamiento de los consejos de administración anglosajones se presume más eficiente en el sentido de que se reúnen más veces al año y se estructuran en un mayor número de comisiones delegadas que el de las empresas continentales. Esta estructura del gobierno corporativo de las empresas continentales, medida a través de las características del consejo de administración, es congruente con la estructura de propiedad predominante, más concentrada y con mayor presencia de grandes accionistas individuos o familias. Estos resultados concuerdan con la clasificación de patrones de gobierno internacionales hecha en función del grado de protección legal del inversor (La Porta et al., 1997, 1998) y que permite contrastar la primera hipótesis planteada en esta investigación, la existencia de diferencias significativas en el gobierno

de la empresa en función del marco institucional. Asimismo, estos primeros resultados permiten comenzar a vislumbrar la complementariedad que se da entre el conjunto de mecanismos internos de gobierno corporativo y el entorno.

La asunción de existencia de endogeneidad en los sistemas de gobierno obliga a ser prudentes en el análisis explicativo, con el fin de evitar la utilización de estimadores inconsistentes. Por esta razón es necesario descartar la exogeneidad estricta de las variables explicativas del modelo y poder así elegir la metodología más adecuada para controlar las diferentes fuentes de endogeneidad. Una vez confirmado que el uso de dos retardos es suficiente para asegurar el efecto de la endogeneidad dinámica, se ha procedido a testar la hipótesis de exogeneidad estricta, que implicaría que no existe relación entre el resultado de la empresa como variable dependiente y los valores futuros de las variables independientes de gobierno, propiedad y empresa.

Tal y como propone la literatura, tanto la estructura de gobierno de la empresa como la estructura de propiedad están influenciados por el resultado, tanto de ese ejercicio como de ejercicios anteriores (Hermalin y Weisbach, 2003; Moore y Porter, 2007; Bhagat y Bolton, 2008; Schultz et al., 2010; Aggarwal et al., 2015). Los resultados de las estimaciones realizadas, en línea con autores mencionados, permiten rechazar la hipótesis nula de estricta exogeneidad para un gran número de variables, como son la independencia de los consejeros, dualidad del presidente, el funcionamiento del consejo de administración, la deuda, el tamaño de la empresa, la propiedad y naturaleza del primer accionista, o la existencia de un segundo accionista significativo. Estos resultados permiten contrastar la Hipótesis 2 relativa a que ni las estructuras de gobierno y propiedad de la empresa, ni sus características empresariales propias, son exógenas al resultado obtenido por la empresa en ejercicios anteriores, por lo que las decisiones tomadas en el seno de la empresa se ven afectadas por el resultado obtenido en el pasado. Asimismo, estos resultados invitan a la utilización del estimador generalizado de momentos, que se revela como el que mejor controla el efecto de dicha endogeneidad.

La última etapa del análisis explicativo utiliza la metodología de datos de panel y permitirá contrastar las hipótesis de endogeneidad dinámica y de equilibrio en los sistemas de gobierno de la empresa. Se ha realizado la estimación comparada de varios

modelos que muestran la relación entre el gobierno, la propiedad, la empresa y el resultado, utilizando un modelo estático de efectos fijos y dos modelos dinámicos, que incluyen retardos de la variable dependiente, uno con el estimador de efectos fijos y otro con el estimador generalizado de momentos (GMM). Las diferentes estimaciones realizadas muestran la heterogeneidad de resultados obtenidos cuando se pasa de un modelo estático a un modelo dinámico y se procede a controlar la endogeneidad. Los modelos estáticos presentan relaciones significativas entre las variables de gobierno y propiedad, acordes con la literatura, que pierden significatividad cuando se utiliza un modelo dinámico que tiene en cuenta la influencia de las variables en el pasado, tanto cuando se mide la creación de valor a través de valores de mercado como con valores contables. El tamaño del consejo, la independencia, el funcionamiento y la propiedad en manos de consejeros son algunas de las variables representativas del gobierno corporativo que resultan significativas cuando estimamos su relación con el resultado a través de mínimos cuadrados ordinarios y que pierden dicha significatividad al controlar la endogeneidad con el estimador GMM. Lo mismo ocurre con las variables de la estructura de propiedad como son la propiedad y la naturaleza del primer accionista. Las características de la empresa, medidas mediante el nivel de endeudamiento y el tamaño de la firma, también resultan significativas en las estimaciones de efectos fijos y dejan de serlo en el modelo dinámico GMM. La pérdida de significatividad de las variables en el modelo dinámico GMM es representativo de cómo los mecanismos de gobierno, las características de la empresa y el resultado se ajustan entre sí, llegando al equilibrio.

Por último, se ha realizado la misma estimación utilizando una segunda variable que mide el efecto del marco institucional, con el fin de aportar mayor robustez a los resultados, que es el origen del sistema legal. Los resultados reflejan que la influencia del entorno no es significativa cuando se controla la endogeneidad del modelo.

Según los resultados obtenidos, debe considerarse que los sistemas de gobierno corporativo están condicionados por el entorno y conformados por variables que son endógenas y que se determinan de manera conjunta entre sí, en función de sus valores pasados y afectando a sus valores futuros, de tal forma que se contrasta así la hipótesis de endogeneidad dinámica propuesta.

La pérdida de significatividad en las relaciones de las variables, estimadas en el modelo dinámico estimado por GMM, pone de manifiesto que el resultado de la empresa no se ve afectado de manera unilateral por el mayor uso de alguno de los mecanismos de gobierno, sino que se produce una interacción entre el conjunto de ellos. El marco institucional proporciona la base para diseñar los sistemas de gobierno, en función de la mayor o menor protección ofrecida a accionistas y acreedores, condicionando la eficiencia de los mercados externos a la organización y ofreciendo diferentes abanicos de elecciones organizativas en manos de los directivos para la consecución del objetivo último de crear valor de manera sostenible. Se produce, en consecuencia, un ajuste entre entorno, gobierno corporativo, empresa y resultado, actual y pasado, que conduce a un sistema de gobierno corporativo que se determina en equilibrio, contrastándose así la Hipótesis 4 de esta tesis doctoral y que constituía el objetivo principal de la misma.

El marco teórico planteado y los resultados arrojados por la investigación empírica permiten extraer las siguientes conclusiones:

- El marco institucional donde la empresa realiza su actividad condiciona el sistema de gobierno corporativo de la organización, ya que el diferente grado de protección que el entorno ofrece a los inversores hace que los mercados tengan distintos comportamientos y las empresas diseñen sus sistemas de gobierno a partir de ellos, identificando patrones de gobierno corporativo diferentes en función del origen legal de cada país.
- La estructura de gobierno, la estructura de propiedad y las características de la empresa están condicionados por el resultado obtenido en ejercicios anteriores y afectan, a su vez, a resultados futuros.
- Cada empresa presenta problemas de agencia diferentes, condicionados por el entorno en el que se desarrolla su actividad, que no son resueltos de manera unilateral por la aplicación de un mecanismo de gobierno concreto sino que la minoración de los costes de agencia depende de la efectividad del sistema de gobierno en su conjunto.
- Los mecanismos de gobierno, externos e internos, interaccionan entre sí y se ajustan al resultado de la empresa, pasado y contemporáneo, y a las

características de la empresa, determinándose de manera conjunta hasta llegar a una situación de equilibrio.

Asimismo, estas conclusiones llevan a reflexionar sobre otros aspectos abordados en este trabajo sobre los que puede ser interesante profundizar y que pueden constituir la base de futuras investigaciones, como pueden ser:

- La importancia del marco institucional en el análisis del gobierno de la empresa plantea la necesidad de cuestionarse el papel de las instituciones en materia de regulación, analizando si la legislación o recomendaciones sobre gobierno corporativo son aplicables con carácter general o pueden llegar a ser contraproducentes en el caso de que no se adecúen a las características de cada marco institucional concreto. Puede resultar interesante introducir en la investigación ciertas variables que reflejen las recomendaciones de buen gobierno, como puede ser la diversidad de género en el consejo de administración o las limitaciones del principio de proporcionalidad *una acción un voto*, y ver cómo afectan al ajuste habido entre los mecanismos de gobierno y el resultado. Esta línea de investigación permitiría diseñar recomendaciones de buen gobierno *ad hoc* al marco institucional en el que las empresas operan, así como contribuir al debate sobre la necesidad de que el Estado regule el funcionamiento del gobierno de la empresa o si es preferible dejar que la *mano invisible del gobierno corporativo* actúe (Chhaochharia y Laeven, 2007).
- Otra reflexión necesaria hace referencia a las decisiones organizativas tomadas en el seno de la empresa. Los individuos, accionistas y directivos principalmente, actuarán condicionados por el funcionamiento de los mercados y del resultado obtenido por la empresa, así como por el resultado deseado para el futuro, lo que presupone un potente ejercicio de racionalidad por su parte que estará afectado por la cantidad de información disponible y la imposibilidad de barajar todas las posibilidades de solución a los problemas de agencia. La existencia de asimetrías informativas, incertidumbre y la posibilidad de comportamientos oportunistas, se unen a la racionalidad limitada del individuo en el proceso de decisión. Hacer un mayor énfasis en los procesos internos de toma de decisiones

en el seno de la empresa y su influencia en la creación de valor de la empresa, puede ayudar a comprender por qué en ciertas situaciones el gobierno de la empresa puede llegar o no a una situación de ajuste, apareciendo relaciones significativas entre ciertas variables y el resultado. Sin embargo, en base a la hipótesis del equilibrio, aun dándose las anteriores circunstancias de racionalidad limitada, incertidumbre y oportunismo contractual, el individuo tomará decisiones, que seguirán afectando al sistema de gobierno y a la consecución del objetivo de creación de valor, pero ajustándose del mismo modo a lo largo del tiempo. Sería de esperar que los mecanismos de control se desarrollaran en mayor medida para controlar esta situación. Esta línea de investigación puede ayudar a explicar qué sistemas de gobierno llevan a una mayor creación de valor y cuáles no, aunque todos se desarrollen en equilibrio.

- Para dar continuidad a este trabajo de investigación, también puede resultar interesante profundizar en mayor medida en el funcionamiento de los mecanismos externos, como son los mercados, a través del análisis de operaciones de toma de control o salida a bolsa, con el fin de ver la evolución de la cadena de decisiones tomadas al respecto y cómo se produce el consiguiente ajuste en el sistema de gobierno corporativo, cuando existe un nuevo factor en juego que puede condicionar en gran medida el devenir de la organización.

En el lado de las limitaciones, es importante destacar las posibles mejoras en la confección de la muestra, ya que la inclusión de empresas pertenecientes a otros países hubiera permitido contrastar diferencias entre zonas geográficas más amplias, así como la inclusión de un mayor número de empresas por país. Sin embargo, las dificultades para la obtención de algunos de los datos ha imposibilitado ampliar la muestra a un análisis internacional más completo en la línea de trabajos como La Porta et al. (1997, 1998). Asimismo, la inclusión de variables relativas a la participación de otros grupos de *stakeholders* en los sistemas de gobierno corporativo diferentes a accionistas y consejeros, como puede ser la presencia de trabajadores en el consejo de administración, como en el caso de Alemania, o la existencia de paridad de género, hubiera permitido ampliar el número de relaciones de agencia analizadas y extraer conclusiones más enriquecedoras sobre la solución de conflictos de agencia diferentes al

habido entre propiedad y control. Por último, una mejor caracterización de ciertas variables, tanto de la estructura de gobierno corporativo, de la estructura de propiedad o de las características de la empresa, así como la inclusión de otras que se han quedado fuera del análisis, como los sistemas de remuneración y compensación de los directivos, hubiera permitido medir con una mayor calidad la realidad empresarial de cada país e incluso construir algún tipo de índice que diera lugar a una medida conjunta del gobierno, a nivel de empresa y para cada marco institucional.

Con carácter general, el marco teórico de la Teoría de la Agencia y el enfoque *stakeholders* aplicado al análisis del gobierno de la empresa, puede permitir, sin duda, mejorar el conocimiento de la organización, a través de las múltiples relaciones de agencia que pueden darse entre sus diferentes participantes y el análisis de los distintos conflictos entre ellos. El desenlace que propone el gobierno de la empresa para resolver estos problemas, a través del ajuste entre todas las variables involucradas, ayuda a identificar los posibles caminos entre los que deberá elegir la empresa para resolver sus conflictos de agencia, de una manera única y particular.





## **BIBLIOGRAFÍA**



- ADAMS, R.B. y FERREIRA, D. (2005): "A theory of friendly boards". *ECGI Working Paper Series in Finance*, Financial Working Paper Nº 100/2005.
- ADAMS, R.B. y FERREIRA, D. (2007): "One share, one vote: The empirical evidence", *ECGI Working Paper Series in Finance*, Financial Working Paper Nº 177/2007.
- ADAMS, R.B., ALMEIDA, H. y FERREIRA, D. (2005): "Powerful CEOs and their impact on corporate performance". *The Review of Financial Studies*, 18 (4), 1403-1432.
- AGGARWAL, R., DAHIYA, S. y PRABHALA, N. (2015): "The power of shareholder votes: Evidence from directors elections". *Robert H. Smith School Research*, Paper Nº RHS 2609532. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=2609532>
- AGGARWAL, R., EREL, I., STULZ, R.M. y WILLIAMSON, R. (2009): "Differences in governance practices between U.S. and foreign firms: Measurement, causes, and consequences". *The Review of Financial Studies*, 22 (8), 3131-3169.
- AGGARWAL, R., SCHLOETZER, J.D. y WILLIAMSON, R. (2015): "The impact of governance mandates on the evolution of firm value and governance culture". *Working Paper*, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=891411>

- AGGARWAL, R.K. y SAMWICK, A.A. (1999): "Executive compensation, strategic competition, and relative performance evaluation". *The Journal of Finance*, 54, 1999–2043.
- AGRAWAL, A. y JAYARAMAN, N. (1994): "The dividend policies of all equity firms: A direct test of free cash flow theory". *Managerial Decision Economics*, 15, 139-148.
- AGRAWAL, A. y KNOEBER, C.R. (1996): "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (3), 377-397.
- AGRAWAL, A. y KNOEBER, C.R. (2013): "Corporate governance and firm performance", en Thomas, C.R. y Shughart, W.F. (ed.) (2013): *The Oxford Handbook of Managerial Economics*, Oxford University Press.
- AGRAWAL, A. y NASSER, T. (2012): "Blockholders on boards and CEO compensation, turnover and firm valuation". *AFA 2012 Chicago Meetings Paper*. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=1443431>
- AGUIRRE, A.A., CASTILLO, A.M. y TOUS, D. (2002): *Administración de organizaciones. Fundamentos y aplicaciones*, Ediciones Pirámide, Madrid.
- ALDAMA, E. (2004): "El gobierno de las sociedades y la transparencia", en BUENO, E. (Dir. y coord.) *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*. Ediciones Pirámide, Madrid.
- ALDAMA, E. (Presidente) (2003): *Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas*. Comisión Nacional del Mercado de Valores. Disponible en <http://www.cnmv.es/portal/legislacion/COBG/COBG.aspx>.
- ALLEN, F. y GALE, D. (2000): *Comparing Financial Systems*, MIT, Cambridge, MA.
- ALMAZÁN, A. y SUAREZ, J. (2003): "Entrenchment and severance pay in optimal governance structures". *Journal of Finance*, 58, 519-548.
- AMERICAN LAW INSTITUTE (ALI) (1992): *Corporate governance: Analysis and recommendations*. The American Law Institute, Philadelphia.
- ANAND, A., MILNE, F. y PURDA, L. (2010): "Monitoring to reduce agency costs: examining the behavior of independent and non-independent boards". *Seattle University Law Review*, 33 (4), 809-848.

- ANDRÉS, P. y ALONSO, S. (2002): "Estructura de propiedad y resultados en la gran empresa española. Evidencia empírica en el contexto de una relación endógena". *Working Papers New Trends on Business Administration*, 2002-08.
- ANDRÉS, P., AZOFRA, V., LÓPEZ, F. y RODRÍGUEZ, J.A. (1996): "The effects of alternative financial system models on corporate governance". *Association of Teachers of Banking and Finance Annual Conference*. Malta.
- ANDRES, P., AZOFRA, V., LÓPEZ, F., PRIETO, B. (2001): "El consejo de administración como mecanismo de gobierno de la empresa: fundamentos teóricos y evidencia empírica en los países de la OCDE". *Estudios Financieros*, 218, 361-412.
- ARELLANO, M. y BOND, S. (1991): "Some test of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations". *Review of Economic Studies*, 58, 277-297.
- ARELLANO, M. y BOVER, O. (1995): "Another look at the instrumental variables estimation of error components models". *Journal of Econometrics*, 68, 29-51.
- ARRUÑADA, B. (1990): *Control y regulación de la sociedad anónima*. Alianza Editorial, Madrid.
- ARRUÑADA, B. (1998): *La teoría contractual de la empresa*. Marcial Pons, Barcelona.
- ARRUÑADA, B. (2013): *Empresa, mercado e instituciones*. Civitas, Thomson Reuters. Cizur Menor (Navarra).
- ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS (AECA) (2004): "Marco conceptual de la Responsabilidad Social Corporativa". *Documentos AECA*, Documento nº 1 de Responsabilidad Social Corporativa, Madrid.
- AZOFRA, V. (2004): "El gobierno de la empresa en perspectiva internacional", en BUENO, E. (Dir. y coord.) *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*, Ediciones Pirámide, Madrid.
- AZOFRA, V. (2005): "Acerca de una nota crítica sobre la investigación actual en finanzas". *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresas*, 24, 121-150.
- AZOFRA, V. y FERNÁNDEZ, A.I. (1999): "Las finanzas empresariales 40 años después de las proposiciones de MM. Teorías y realidades". *Papeles de Economía Española*, 78-79, 122-144.
- BAINBRIDGE, S.M. (2002): "Why a board? Group decisionmaking in corporate governance. *Vanderbilt Law Review*, 55 (1), 1-55.

- BAINBRIDGE, S.M. (2003): "Director primacy: The means and ends of corporate governance". *Northwestern University Law Review*, 97, 547.
- BARKEMA, H.G. y GÓMEZ-MEJÍA, L.R. (1998): "Managerial compensation and firm performance: a general research framework". *Academy of Management Journal*, 41 (2), 135-145.
- BATHALA, C. y RAO, R.P. (1995): "The determinants of board composition: an agency theory perspective". *Managerial and Decisions Economics*, 16, 59-69.
- BEBCHUK, L.A. y ROE, M. (1999): "A theory of path dependence in corporate governance and ownership". *Stanford Law Review*, 52, 127-170.
- BEBCHUK, L.A., COHEN, A. y FERRELL, A. (2009): "What matters in corporate governance? *Review of Financial Studies*, 22 (2), 783-827.
- BECHT, M., BOLTON, P. y RÖELL, A.A. (2003): "Corporate Governance and Control", en Constantinides, G.M., Harris, M. y Stulz, R.M. (ed.) *Handbook of the Economics of Finance*, edition 1, volume 1, chapter 1, Elsevier, 1-109.
- BENNETSEN, M. y WOLFENZON, D. (2000): "The balance of power in closely held corporations". *Journal of Financial Economics*, 58, 113-139.
- BERGER, P.G., OFEK, E. y YERMACK, D. (1997): "Managerial entrenchment and capital structure decisions". *Journal of Finance*, 52, 1411-1438.
- BERGSTROM, C. y RYDQVIST, K. (1990): "The determinants of corporate ownership: An empirical study on Swedish data". *Journal of Banking and Finance*, 14, 237-253.
- BERLE, A.A y MEANS, G.C. (1932): *The Modern Corporation and Private Property*. Commerce Clearing House, New York.
- BERRY, T.K., FIELDS, L.P. y WILKINDS, M.S. (2006): "The interaction among multiple governance mechanisms in young newly public firms". *Journal of Corporate Finance*, 12, 449-466.
- BERTRAND, M. y MULLAINATHAN, S. (1998): "Executive compensation and incentives: the impact of takeover legislation". *NBER Working Paper* 6830.
- BHAGAT, S. y BLACK, B.S. (1999): "The uncertain relationship between board composition and firm performance". *Business Lawyer*, 54, 921-963.
- BHAGAT, S. y BLACK, B.S. (2002): "The non-correlation between board independence and long-term firm performance". *The Journal of Corporation Law*, 27, 231-273.

- BHAGAT, S. y BOLTON, B. (2008): "Corporate governance and firm performance". *Journal of Corporate Finance*, 14, 257-273.
- BHAGAT, S. y JEFFERIS, R.H. Jr. (2002): *The econometrics of corporate governance studies*. Massachusetts Institute of Technology, The MIT Press.
- BHAGAT, S. y ROMANO, R. (2005): "Empirical Studies of Corporate Law". *Law Working Paper Series*, Working Paper No. 44/2005, ECGI.
- BHAGAT, S., BLACK, B.S. y BLAIR, M. (2004): "Relational investing and firm performance". *Journal of Finance Research*, 27, 1-30.
- BHAGAT, S., BOLTON, B. y ROMANO, R. (2007): "The promise and peril of corporate governance indices". *Law Working Paper Series*, Nº 89/2007, ECGI.
- BHIDE, A. (1993): "The hidden costs of stock market liquidity". *Journal of Financial Economics*, 34, 501-543.
- BILBAO, P. (2003): *Prácticas de buen gobierno y eficiencia empresarial: un modelo de gobierno corporativo para las empresas del IBEX35*. Tesis Doctoral, Universidad Pontificia Comillas de Madrid.
- BLACK, B.S. (1990): "Shareholder passivity re-examined". *Michigan Law Review*, 89, 520-608.
- BLACK, B.S. (1997): "Institutional investors and corporate governance: The case for institutional voice", en Chew (1997:160-173) *Studies in international corporate finance and governance systems. A comparison of the U.S., Japan, & Europe*, Oxford University Press.
- BLAIR, M.M. (1996): *Wealth creation and wealth sharing*. Washington, D.C.: Brookings.
- BLAIR, M.M. y STOUT, L.A. (1999): "A team production theory of corporate law". *Virginia Law Review*, 85, pp. 247.
- BLANCO, V. (2010): *Sucesión y sostenibilidad del valor en la empresa familiar. Una aplicación a las relaciones financieras, laborales y comerciales*. Tesis Doctoral, Universidad de Burgos.
- BLUNDELL, R. y BOND, S. (1998): "Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models". *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
- BONA, C., PÉREZ, J. y SANTANA, D.J. (2014): "Politically connected firms and earnings informativeness in the controlling versus minority shareholders context: European evidence". *Corporate Governance: An International Review*, 22 (4), 330-346.

- BOONE, A.L., FIELD, L.C., KARPOFF, J.M. y RAHEJA, C.G. (2007): "The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis". *Journal of Financial Economics*, 85, 65-101.
- BOYD, B.K. (1994): "Board control and CEO compensation". *Strategic Management Journal*, 15, 335-344.
- BRADBURY, M.E., MAK, Y.T. y TAN, S.M. (2006): "Board characteristics, audit committee characteristics and abnormal accruals". *Pacific Accounting Review*, 18 (2), 47-68.
- BRICKLEY, J. y JAMES, C. (1987): "The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: The case of banking". *The Journal of Law and Economics*, 35, 371-390.
- BRICKLEY, J., COLES, J. y TERRY, R.L. (1994): "Outside directors and the adoption of poison pills". *Journal of Financial Economics* 35, 371-390.
- BROWN, L.D. y CAYLOR, M.L. (2006): "Corporate governance and firm valuation". *Journal of Accounting and Public Policy*, 25, 409-434.
- BUENO, E. (Dir. y coord.) (2004): *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*. Ediciones Pirámide, Madrid.
- CADBURY, A. (Chairman) (1992): *Report of the committee on the financial aspects of corporate governance*. Financial Reporting Council, London Stock Exchange, London. Disponible en [http://www.ecgi.org/codes/code.php?code\\_id=132](http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=132).
- CAMPA, J.M. (2008): "El mercado de control corporativo: una perspectiva económica". *Occasional Paper OP Nº 08/7*.
- CARDON, D. (Chairman) (1998): *Corporate governance for Belgian listed companies (The Cardon Report)*. Commission Bancaire et Financière. Disponible en [http://www.ecgi.org/codes/code.php?code\\_id=14](http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=14)
- CARLIN, W. y MAYER, C. (2003): "Finance, investment and growth". *Journal of Financial Economics*, 69, 191-226.
- CASTRILLO, L.A. y MARCOS, S. (2007): "El activismo accionarial: antecedentes internacionales y una reflexión sobre el caso español". *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, 79, 50-53.
- CHAGANTI, R. y DAMANPOUR, F. (1991): "Institutional ownership, capital structure, and firm performance". *Strategic Management Journal*, 12 (7), 479-491.



- CHEN, C.R. y STEINER, T.L. (1999): "Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy". *Financial Review*, 34 (1), 119-136.
- CHEW, D.H. (1997): *Studies in international corporate finance and governance systems. A comparison of the U.S., Japan, & Europe*. Oxford University Press.
- CHHAOCHHARIA, V. y LAEVEN, L. (2007): "The invisible hand in corporate governance". *CEPR Discussion Paper N° DP6256*. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=1135494>
- CHIDAMBARAN, N.K., PALIA, D. y ZHENG, Y. (2006): "Does better corporate governance cause better firm performance". *Working Paper Series WCRFS 06-19*.
- CHIRINKO, R., VAN EES, H., GARRETSEN, H. y STERKEN, E. (2003): "Investor protections and concentrates ownership: Assessing corporate control mechanisms in The Netherlands." *German Economic Review*, 5 (2), 119-138.
- CLAESSENS, S., DJANKOV, S., FAN, J.P.H. y LANG, L.H.P. (2002): "Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings". *The Journal of Finance*, 57 (6), 2741-2771.
- COFFEE, J.C. Jr. (1991): "Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor". *Columbia Law Review*, 91 (6), 1277-1368.
- COLES, J.L., LEMMON, M.L. y MESCHKE, J.F. (2012): "Structural models and endogeneity in corporate finance: The link between managerial ownership and corporate performance". *Journal of Financial Economics*, 103, 149-168.
- COLES, J.W., MCWILLIAMS, V.B. y SEN, N. (2001): "An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance". *Journal of Management* 27, 23-50.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2015): *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*. Madrid. Disponible en [http://www.ecgi.org/codes/code.php?code\\_id=431](http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=431)
- COMMITTEE ON CORPORATE GOVERNANCE (1997): *Peters Report & Recommendations, corporate governance in The Netherlands*. Committee on Corporate Governance, Germany.
- CORE, J.E., GUAY, W.R. y RUSTICUS, T.O. (2006): "Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm performance and investor's expectations". *Journal of Finance*, 61, 2, 655.

- CORE, J.E., HOLTHAUSEN, R.H. y LARCKER, D.F. (1999): "Corporate Governance, chief executive officer compensation and firm performance". *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406.
- CRASWELL, A.T., TAYLOR, S.L. y SAYWELL, R.A. (1997): "Ownership structure and corporate performance: Australian evidence". *Pacific-Basin Finance Journal*, 5, 301-323.
- CREMERS, K.J.M. y NAIR, V.B. (2005): "Governance mechanisms and equity prices". *Journal of Finance*, 60, 28-59.
- CRESPÍ, R. (1998): "Determinantes de la estructura de propiedad: Una aproximación al caso español con datos de panel". *Moneda y Crédito*, 206, 115-151.
- CRESPÍ, R. y GISPERT, C. (1998): *Board remuneration, performance, and corporate governance in large Spanish companies*. Departament d'Economia de l'Empresa, Universitat Autònoma de Barcelona.
- CUERVO, A. (2004): "El gobierno de la empresa. Un problema de conflicto de intereses", en BUENO, E. (Dir. y coord.) *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*, Ediciones Pirámide, Madrid.
- CUERVO, A. (2005): "La maximización del valor para el accionista versus la responsabilidad social corporativa. ¿Compatibilidad?". *Economistas*, Nº 106, Noviembre, 13-21.
- CUERVO, A. (Director) (2008): *Introducción a la Administración de Empresas*. Sexta Edición, Thomson-Civitas, Cizur Menor (Navarra).
- DAHYA, J. y McCONNELL, J.J. (2005): "Outside directors and corporate board decisions". *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 37-60.
- DAHYA, J., DIMITROV, O. y McCONNELL, J.J. (2008): "Dominant shareholders, corporate boards and corporate value: A cross-country analysis". *Journal of Financial Economics*, 87, 73-100.
- DALTON, D.R., DAILY, C.M., ELLSTRAND, A.E. y JOHNSON, J.L. (1998): "Meta-analytic review of board composition, leadership structure, and financial performance". *Strategic Management Journal*, 19, 269-90.
- DAVID, R. y BRIERLEY, J.E. (1985): *Major legal systems in the world today. An introduction to the comparative study of law*. Third Edition, Stevens&sons, Londres.
- DAVIES, P.L. y HOPT, K.J. (2013): "Boards in Europe – Accountability and Convergence". *American Journal of Comparative Law*, 61, 301-375.

- DAVIS, J.H. (1992): "Some compelling intuitions about group consensus decisions, theoretical and empirical research, and interpersonal aggregation phenomena: selected examples, 1950-1990". *Organizational Behav. & Hum. Decision Processes*, 3, 6-8.
- DAVIS, L.E. y NORTH, D.C. (1971): *Institutional change and American economic growth*. Cambridge University Press, Cambridge, England.
- DE ANGELO, H. y DE ANGELO, L. (2000): "Dividend policy and financial distress: an empirical investigation of troubled NYSE firms". *Journal of Finance*, 45, 1415-1461.
- DE JONG, A., DEJONG, D.V., MERTENS, G. y WASLEY, C.E. (2004): "The role of self-regulation in corporate governance: Evidence and implications from The Netherlands". *Journal of Corporate Finance*, 11 (3), 473-503.
- DEFOND, M. y JIAMBALVO, J. (1994): "Debt covenant violation and manipulation of accruals". *Journal of Accounting and Economics*, 17, 145-176.
- DELGADO, J.B., QUEVEDO, E. y DÍEZ, J.M. (2009): *El valor tangible de un activo intangible. La influencia de la reputación corporativa sobre el riesgo y el resultado ajustado por el riesgo de las empresas cotizadas españolas. Un análisis con datos de panel en el contexto de una relación endógena*. Premio de Investigación Intangibles, tercera edición, Instituto de Análisis de Intangibles.
- DELGADO, J.B., QUEVEDO, E. y FUENTE, J.M. (2010): "The impact of ownership structure on corporate reputation: Evidence from Spain". *Corporate Governance: An international Review*, 18 (6), 540-556.
- DELGADO, M.M. (2001): *Factores determinantes de la discrecionalidad directiva en materia contable: una aplicación empírica a las empresas cotizadas españolas*. Tesis Doctoral, Universidad de Burgos.
- DEMIRGUC-KUNT, A. y MAKSIMOVIC, V. (2002): "Funding growth in bank-based and market-based financial systems: Evidence from firm-level data". *Journal of Financial Economics*, 65 (3), 337-363.
- DEMSETZ, H. (1968): "The cost of transacting". *The Quarterly Journal of Economics*, 82, 33-53.
- DEMSETZ, H. (1983): "The structure of ownership and the theory of the firm". *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390.
- DEMSETZ, H. y LEHN, K. (1985): "The structure of corporate ownership: causes and consequences". *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.

- DEMSETZ, H. y VILLALONGA, B. (2001): "Ownership structure and corporate performance". *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
- DENIS, D.J. y DENIS, K.D. (1994): "Majority owner-managers and organizational efficiency". *Journal of Corporate Finance*, 1 (1), 91-118.
- DENIS, D.J. y KRUSE, T.A. (2000): "Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines". *Journal of Financial Economics*, 55 (3), 391-424.
- DENIS, D.J., DENIS K.D. y SARIN, A. (1997): "Agency problems, equity ownership, and corporate diversification". *The Journal of Finance*, 52 (1), 135-160.
- DENIS, D.K. (2010): "International corporate governance research", en Baker, K. y Anderson, R. (ed.) *Corporate governance: a synthesis of theory, research, and practice*, John Wiley&Sons, Inc.
- DENIS, D.K. y McCONNELL, J.J. (2003): International Corporate Governance. *Working Paper Series in Finance*, Financial Working Paper Nº 05/2003, , European Corporate Governance Institute (ECGI). Disponible en <http://ssrn.com/abstract=320121>
- DEY, P. (1994): *Where were the directors? Guidelines for improved corporate governance in Canada*. Toronto Stock Exchange, Toronto.
- DJANKOV, S., LA PORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A. (2008): "The law and economics of self-dealing". *Journal of Financial Economics*, 88 (3), 430-465.
- DOUMA, S. y SCHREUDER, H. (2009): *Enfoque económicos para el análisis de las organizaciones*. Thomson-Civitas, Madrid.
- DUCHIN, R., MATSUSAKA, J. y OZBAS, O. (2010): "When are outside directors effective?". *Journal of Financial Economics*, 96, 195-214.
- DYCK, A. y ZINGALES, L. (2004): "Private benefits of control: An international comparison". *Journal of Finance*, 59, 537-600.
- EASTERBROOK, F.H. (1997): "International corporate differences: Markets or law?". *Journal of Applied Corporate Finance*, 9 (4), 23-30.
- EISENBERG, T., SUNDGREN, S. y WELLS, M.T. (1998): "Large board size and decreasing firm value in small firms". *Journal of Financial Economics*, 48, 35-54.
- EL-FAITOURI, R. (2014): "Board of directors and Tobin's Q: Evidence from U.K. firms". *Journal of Finance and Accounting*, 2 (4), 82-99.

- FAMA, E.F. (1970): "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work". *The Journal of Finance*, 25 (2), 383-417.
- FAMA, E.F. (1980): "Agency problems and the theory of the firm". *Journal of Political Economy*, 88 (2), Abril, 288-307.
- FAMA, E.F. (1990): "Contract costs and financing decisions". *The Journal of Business*, 63, S71-S91.
- FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. (1983a): "Separation of ownership and control". *Journal of Law and Economics*, 26 (2), Junio, 301-325.
- FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. (1983b): "Agency problems and residual claims". *Journal of Law and Economics*, 26 (2), Junio, 327-349.
- FANJUL, O. (1998): "Mercado de capitales y gobierno de las empresas". *Moneda y Crédito*, 206, 193-231.
- FERNÁNDEZ, A.I. y GÓMEZ, S. (1999): "El gobierno de la empresa: mecanismos alineadores y supervisores de las actuaciones directivas". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Extraordinario, 100, 355-380.
- FERNÁNDEZ, A.I., GÓMEZ, S. y FERNÁNDEZ, C. (1998): "El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español". *Investigaciones Económicas*, 23 (3), 501-516.
- FERNÁNDEZ, J. (1985): "Teoría de la regulación", en Enciclopedia Práctica de Economía Vol. VI, "Economía, sociedad y hombre", 201-211, Ediciones Orbis, S.A., Barcelona.
- FERRÁNDIZ, I. y GIL-CASARES, I. (2004): "La independencia del consejo de administración", en BUENO, E. (Dir. y coord.) (2004) *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*, Ediciones Pirámide, Madrid.
- FIRTH, M., FUNG, P.M.Y. and RUI, O.M. (2002): "Simultaneous relationships among ownership, corporate governance, and financial performance". *SSRN Working Paper Series*, The Hong Kong Polytechnic University.
- FOHLIN, C. (2005): "The history of corporate ownership and control in Germany", en MORCK, R. (ed.) (2005): *A history of corporate governance around the World: Family business groups to professional managers*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, Chicago, United States of America.

- FRANCIS, J., KHURANA, I. Y PEREIRA, R. (2001): "Investor protection Laws, accounting and auditing around the World". *SSRN Electronic Library, Working Paper Series*, Octubre.
- FRANKS, J.R. y MAYER, C. (1997): "Corporate ownership and control in the U.K., Germany and France", en D. Chew (ed.), (1997): *Studies in international corporate finance and governance systems. A comparison of the U.S., Japan, & Europe*, Oxford University Press.
- FRANKS, J.R., MAYER, C. y ROSSI, S. (2003): "The Origination and Evolution of Ownership and Control". *CEPR Discussion Paper N° 3822*.
- FRANKS, J.R., MAYER, C. y ROSSI, S. (2009): "Ownership: evolution and regulation". *Review of Financial Studies*, 22 (10), 4009-4056.
- FREEMAN, R.E. (1984): *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman, Boston.
- FREEMAN, R.E. y EVAN, W.M. (1990): "Corporate governance: a stakeholder interpretation". *The Journal of Behavioral Economics*, 19 (4), 337-359.
- FULLER, J. y JENSEN, M.C. (2002): "Just say no to Wall Street". *Journal of Applied Corporate Finance*, 14: 41-46.
- GARCÍA, M.G. (2003): *El gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial: evidencia en las cajas de ahorros españolas*, Tesis Doctoral, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, accesible a texto completo en <http://www.eumed.net/tesis/>.
- GARDNER, J.R., RACHLIN, R. y SWEENEY, H.W.A. (1986): *Handbook of strategic planning*. Wiley, New York.
- GILLAN, S.L. (2006): "Recent developments in corporate governance: An overview". *Journal of Corporate Finance*, 12, 381-402.
- GILLAN, S.L., HARTZELL, J.C. y STARKS, L.T. (2003): "Explaining corporate governance: Boards, bylaws and charter provisions", *Working Paper Arizona State University*.
- GILSON, R.J. y ROE, M.J. (1992): "Understanding the Japanese keiretsu: Overlaps between corporate governance and industrial organization". *The Center for Law and Economic Studies*, Working Paper n°83, Columbia University School of Law, New York.
- GINER, B. (1997): "The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms". *The European Accounting Review*, 6 (1), 45-68.

- GLEN, J., LEE, K, y SINGH, A. (2001): "Persistence of profitability and competition in emerging markets". *Economics Letters*, 72, 247-253.
- GOERGEN, M. y RENNEBOOG, L. (2001) "Strong managers and passive institutional investors in the U.K.", en BARCA, F. Y BECHT, M. (2001): *The control of corporate Europe*, Oxford University Press, London.
- GOERGEN, M., MARTYNOVA, M. y RENNEBOOG, L. (2005): "Corporate governance convergence: Evidence from takeover regulation". *Law Working Paper* Nº 33/2005, European Corporate Governance Institute.
- GOMPERS, P. A., ISHII, J. L. y METRICK, A. (2003): "Corporate Governance and Equity Prices". *Quarterly Journal of Economics*, 118 (1), 107-155.
- GRAY, S.J. (1988): "Towards a theory of cultural influence of the development of accounting systems internationally". *Abacus*, 24 (1), 1-15.
- GREENBURY, R. (Chairman) (1995): *Directors' remuneration*. Confederation of British Industry (CBI). Disponible en [http://www.ecgi.org/codes/code.php?code\\_id=131](http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=131)
- GREGORY, H.J. (2002): *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States*. Final Report (on behalf of the European Commission, Internal Market Directorate General), Weil, Gotshal&Manges.
- GRIESER, W.D. y HADLOCK, CH.J. (2015): "Panel data estimation in finance: parameter consistency and the standard error sideshow". *Working Paper*.
- GROSSMAN, S. y HART, O. (1980): "Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation". *The Bell Journal of Economics*, 11 (1), 42-64.
- GSCHWANDTNER, A. (2005): "Profit persistence in the very long run: Evidence from survivors and exiters". *Applied Economics*, 37, 793-806.
- GUERRAS, L.A. y NAVAS, J.E. (2015): *La dirección estratégica de la empresa. Teoría y aplicaciones*. Quinta Edición, Thomson-Civitas, Madrid.
- GUEST, P.M. (2009): The impact of board size on firm performance: Evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15 (4), 385-404.
- GUL, F. A., TSUI, J. S.L., SU, X. y RONG, M. (2002): "Legal Protection, Enforceability and Tests of the Debt Hypothesis: An International Study". *SSRN Working Papers*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=304539>.

- GUTIÉRREZ, M. y SÁEZ, M.I. (2012): "Deconstructing independence Directors". *ECGI – Law Working Paper* No. 186/2012. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=1986842>
- HALLOCK, K. (1997): "Reciprocally interlocking boards of directors and executive compensation". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32, 331-344.
- HANSMANN, H. y KRAAKMAN, R. (2000): "The end of history for corporate law". *Working Paper Yale Law School*, New Haven.
- HARRIS, M. y RAVIV, A. (2008): "A theory of board control and size". *The Review of Financial Studies*, 21 (4), 1797-1832.
- HART, O.D. (1983): "The market mechanism as an incentive scheme". *The Bell Journal of Economics*, 14, 366-382.
- HART, O.D. (1995): *Firms, contracts, and financial structure*. Oxford University Press, London.
- HERMALIN, B.E. y WEISBACK, M.S. (1988): "The determinants of board composition". *RAND Journal of Economics*, 19 (4), 589-606.
- HERMALIN, B.E. y WEISBACK, M.S. (1991): "The effects of board composition and direct incentives on firm performance". *Journal of Financial Management Association*, 20 (4), 101-112.
- HERMALIN, B.E. y WEISBACK, M.S. (2003): "Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature". *Economic Policy Review*, 9, 7-26.
- HILL, C.W.L. y JONES, T.M. (1992): "Stakeholder – Agency Theory". *Journal of Management Studies*, 29 (2), 131-154.
- HILL, C.W.L. y JONES, T.M. (1996): *Administración estratégica. Un enfoque integrado*. McGraw-Hill, Santa Fé de Bogotá.
- HIMMELBERG, C.P., HUBBARD, R.G. y PALIA, D. (1999): "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance". *Journal of Financial Economics*, 53, 353.
- HIRSHLEIFER, D. y THAKOR, A.V. (1994): "Managerial performance, boards of directors and takeover bidding". *Journal of Corporate Finance*, 1, 63-90.
- HIRSHLEIFER, D. y THAKOR, A.V. (1998): "Corporate control through board dismissals and takeovers". *Journal of Economics & Management Strategy*, 7 (4), 489-520.



- HOFSTEDE, G. (1980): *Culture's consequences*. Sage Publications.
- HOFSTEDE, G. (1983): "Dimensions of national cultures in fifty countries and three regions" en J.B. Deregowski, S. Dziurawiec y R. Annis (eds) (1983): *Expiscations in Cross-Cultural Psychology*, Selected papers from the Sixth International Conference of the International Association for Cross-Cultural Psychology, Aberdeen.
- HOLDERNESS, C.G. y SHEEHAN, D.P. (1988): "The role of majority shareholders in publicly held corporations. An exploratory analysis". *Journal of Financial Economics*, 20, 317-346.
- HOLMES, K.R., FEULNER, E.J. y O'GRADY, M.A. (2008): *Índice de Libertad Económica*. The Heritage Foundation y The Wall Street Journal.
- HÖPNER, M. (2003): "European corporate governance reform and the German party paradox", *MPIfG Discussion Paper 03/4*.
- HOPT, K.J (2005): "European Company Law and corporate governance: Where does the Action Plan of the European Commission lead?" *Law Working Paper N° 52/2005*, European Corporate Governance Institute.
- HOPT, K.J. (2002): "Common principles of corporate governance in Europe?" en McCahery, J.A., Moerland, P., Raaijmakers, T. y Renneboog, L. (ed.) (2002): *Corporate governance regimes. Convergence and diversity*, Oxford University Press, 175-204.
- HOPT, K.J. y LEYENS, P.C. (2004): "Board models in Europe - Recent developments of internal corporate governance structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy", *ECGI-Law Working Paper No. 18/2004*.
- JAGANNATHAN, R. y SRINIVASAN, S. (1999): "Does product market competition reduce agency costs?" *The North American Journal of Economics and Finance*, 10, 387-399.
- JARA, M. y LÓPEZ, F.J. (2011): "Earnings management and contests for control: An analysis of European family firms". *Journal of CENTRUM Cathedra*, 4 (1), 100-120.
- JAYARAMAN, N., KHORANA, A., NELLING, E. y COVIN, J. (2000): "CEO-Founder status and firm financial performance". *Strategic Management Journal*, 21, 1215-1224.
- JENSEN, G.R., SOLBERG, D.P. y ZORN, T.S. (1992): "Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27 (2), 247-263.

- JENSEN, M.C. (1986): "Agency costs of free flow, corporate finance and takeovers". *American Economic Review*, 76, 323-329.
- JENSEN, M.C. (1993): "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems". *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W. (1976): "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure". *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- JENSEN, M.C. y RUBACK, R.S. (1983): "The market for corporate control: The scientific evidence". *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
- JENSEN, M.C. y WARNER, J.B. (1988): "The distribution of power among corporate managers, shareholders and directors". *Journal of Financial Economics*, 20, 3.
- JOHN, K. y KEDIA, S. (2002): "Design of Corporate Governance: Role of Ownership Structure, Takeovers, and Bank Debt," *Working Paper FIN-00-048*, Stern School of Business, New York University.
- JOHN, K. y LITOV, L.P. (2008): "Corporate governance and financing policy: New evidence". *AFA 2006 Boston Meetings*, AFA 2009 San Francisco Meetings.
- JOHN, K. y SENBET, L. W. (1998): "Corporate governance and board effectiveness". *Journal of Banking and Finance*, 22, 371 - 403.
- JOHNSON, S., LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. (2000): "Tunneling". *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90, 22-27.
- KARPOFF, J., MALATESTA, P. y WALKLING, R.A. (1996): "Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence". *Journal of Financial Economics*, 42 (3), 365-395.
- KAY, N.M. (1996): "The economics of trust". *International Journal of the Economics of Business*, 3 (2), 249-259.
- KINI, O., KRACAW, W. y MIAN, S. (1995): "Corporate takeovers, firm performance, and board composition". *Journal of Corporate Finance*, 1, 383-412.
- KNOEBER, C.R. (1986): "Golden parachutes, shark repellents and hostile tender offers". *American Economic Review*, 76 (1), 155-167.
- KONTRAG (1998): *Gesetz zur kontrolle und transparenz in unternehmensbereich*. German Ministry of Justice.
- LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. (1999): "Corporate governance around the world". *The Journal of Finance*, 54 (2), 471-517.

- LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. (2013): "Law and finance after a decade of research", en Constantinides, G.M., Harris, M. y Stulz, R.M. (ed.) (2013): *Handbook of the Economics of Finance*, Volume 2, Part A, Chapter 6, Elsevier, 425-491.
- LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1997): "Legal determinants of external finance". *The Journal of Finance*, 52 (3), 1131-1150.
- LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1998): "Law and finance". *Journal of Political Economy*, 106 (6), 1113-1155.
- LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (2000a): "Investors protection and corporate governance". *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (2000b): "Agency problems and dividend policies around the world". *Journal of Finance*, 55 (1), 1-33.
- LABRA, R. y TORRECILLAS, C. (2014): "Guía CERO para datos de panel. Un enfoque práctico". *UAM-Accenture Working Papers*, Working Paper #2014/16.
- LA EVEN, L. y LEVINE, R. (2007): "Complex Ownership Structures and Corporate Valuations". *IMF Working Paper*, WP/07/140, International Monetary Fund.
- LAING, D. y WEIR, CH. (1999): "Corporate structures, size and corporate performance in UK firms". *Management Decision*, 37, 457-464.
- LAZONICK, W. y O'SULLIVAN, M. (2000): "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance". *Economy and Society*, 29, 13-35.
- LAZONICK, W. y O'SULLIVAN, M. (2004): *Corporate governance, innovation and economic performance in the EU-CGEP*. European Commission.
- LEHN, K., PATRO, S. y ZHAO, M. (2007): "Governance indices and valuation: Which causes which?" *Journal of Corporate Finance*, 13.
- LEHN, K., SUKESH, P., y ZHAO, M. (2003): "Determinants of the size and structure of corporate boards: 1935–2000". *Katz Graduate School of Business Working Paper*.
- LESMOND, D. A. (2005): "Liquidity of emerging markets". *Journal of Financial Economics*, 77 (2), 411–452.
- LEUZ, C., LINS, K. V. y WARNOCK, F. E. (2009): "Do foreigners invest less in poorly governed firms?" *Review of Financial Studies*, 22 (8), 3245–3285.

- LEUZ, C., NANDA, D. y WYSOCKI, P.D. (2003): "Investor protection and earnings management: An international comparison". *Journal of Financial Economics*, 69 (3), 505–527.
- LICHT, A.N. (2003): "The maximands of corporate governance: a theory of values and cognitive style". *ECGI Working Paper Series in Law*, Law Working Paper Nº 16/2003.
- LIPTON, M. y LORSCH, J.W. (1992): "A modest proposal for improved corporate governance". *Business Lawyer*, 48, 59-77.
- LÓPEZ DE FORONDA, O. (2004): *La política de dividendos desde una perspectiva financiera e institucional. Evidencia empírica internacional*. Tesis Doctoral, Universidad de Burgos.
- LÓPEZ DE FORONDA, O., LÓPEZ, F. y SANTAMARÍA, M. (2007): "Ownership structure, sharing of control and legal framework: International evidence". *Corporate Governance: An International Review*, 15 (6), 1130-1143.
- MANNE, H. (1965): "Mergers and the market of corporate control". *Journal of Political Economy*, 73, 110-120.
- MARCH, J.G. y SIMON, H.A. (1958): *Organizations*. John Wiley&Sons, New York.
- MARRIS, R. (1964): *The economic theory of managerial capitalism*, McMillan, London.
- MARTÍN, N. (1999): *Una aproximación a la política de los costes de transacción a través del análisis institucional comparado. La regulación de medicamentos en dos ámbitos institucionales. La industria farmacéutica en España y en Estados Unidos*. Tesis Doctoral, Universidad de Valladolid.
- MATAIX, J. (1997): "Consejos de administración e inversor institucional", en CÍRCULO DE EMPRESARIOS (1997): *Los consejos de administración españoles en una economía globalizada*, Boletín 62, primer semestre, 325-340.
- MAYER, C. (1988): "New issues in corporate finance". *European Economic Review*, 32, 1167-89.
- MAYER, C. (1996): "Corporate governance, competition and performance". *OCDE/GD Working Paper 34709*.
- MCCONNELL, J.J. y SERVAES, H. (1990): "Additional evidence on equity ownership and corporate value". *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- MEHRAN, H. (1995): "Executive compensation structure, ownership, and firm performance". *Journal of Financial Economics*, 38, 163-184.

- MELLE, M. (1998): "Fundamentos teóricos del gobierno de empresas. Una aplicación a las empresas españolas (1991-96)". *Fundación de las Cajas de Ahorro Confederadas*, Nº 145/1998.
- MELLE, M. y MAROTO, J. A. (1999): "Una aplicación del gobierno de empresas: Incidencia de las Administraciones Públicas en las decisiones asignativas de las Cajas de Ahorros españolas". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 8(2), 9-39.
- MIKKELSON, W.H., PARTCH, M.M. y SHAH, K. (1997): "Ownership and operating performance of companies that go public". *Financial Economics*, 44, 281-307.
- MILGROM, P. y ROBERTS, J. (1993): *Economía, organización y gestión de la empresa*. Ariel, Barcelona.
- MINGUEZ, A. y MARTÍN, J.F. (2003): "El consejo de administración como mecanismo de control: Evidencia para el mercado español". *Working Paper del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE)*, WP-EC 2003-02.
- MITCHELL, R.K., AGLE, B.R. y WOOD, D.J. (1997): "Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts". *Academy of Management Review*, 22 (4), 853-886.
- MOORE, S., y PORTER, G. (2007): "An examination of the relationship between corporate governance regime and corporate performance". *Working Paper, John Carroll University*, University Heights.
- MORCK, R. (2014): "The social value of shareholder value". *Corporate Governance: An International Review*, 22 (8), 185-193.
- MORCK, R. (Ed.) (2005): *A history of corporate governance around the World: Family business groups to professional managers*. National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, Chicago, United States of America.
- MORCK, R. y NAKAMURA, M. (1999): "Banks and corporate control in Japan", *The Journal of Finance*, Vol. LIV, Nº 1, February, 319-339.
- MORCK, R. y NAKAMURA, M. (2005): "A frog in a well knows nothing of the ocean. A history of corporate ownership in Japan", en MORCK, R. (ed.) (2005): *A history of corporate governance around the World: Family business groups to professional managers*. National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, Chicago, United States of America.
- MORCK, R., SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1988): "Management ownership and market valuation. An empirical analysis". *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.

- MORCK, R., SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1989): "Alternative mechanisms for corporate control". *American Economic Review*, 79, 842-852.
- MUELLER, D. C. (2005): "The economics and politics of corporate governance in the European Union". *ECGI Working Paper Series in Law*, Law Working Paper Nº 37/2005.
- NORTH, D. (1994): "Economic performance through time". *American Economic Review*, 84 (3), 359-368.
- NOVAES, W. y ZINGALES, L. (1998): "Bureaucracy as a mechanism to generate information". *CRSP working papers 477*, Center for Research in Security Prices, Graduate School of Business, University of Chicago.
- O'DRISCOLL, Jr., O'GRADY, M.A. y EIRAS, A.I. (2002): *Índice de Libertad Económica 2002*. The Heritage Foundation y The Wall Street Journal.
- OLCESE, A. (2005): *Teoría y práctica del buen gobierno corporativo*. Marcial Pons, Madrid.
- OLIVENCIA, M. (1998): *El gobierno de las sociedades cotizadas. Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades*. Madrid. Disponible en [http://www.ecgi.org/codes/code.php?code\\_id=110](http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=110).
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OCDE) (1999): *OCDE Principles of corporate governance*. OCDE. Disponible en [http://www.ecgi.org/codes/code.php?code\\_id=89](http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=89).
- PAGANO, M. y VOLPIN, P. (2005): "The political economy of corporate governance". *American Economic Review*, 95, 1005-1030.
- PALEPU, K., KHANNA, T. y KOGAN, J. (2002): "Globalization and Similarities in Corporate Governance: A Cross-Country Analysis", *Harvard NOM Working Paper No. 02-31*. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=323621>
- PELTZMAN, S. (1976): "Toward a more general theory of regulation". *Journal of Law and Economics*, 19, 211-240.
- PEÑA, A. (2000): *Auditoría, tamaño y estructura de gobierno: una evidencia empírica del efecto de la regulación de la auditoría sobre el comportamiento de las empresas de Castilla y León*. Tesis Doctoral, Universidad de Burgos.
- PI, L. y TIMME, S.G. (1993): "Corporate control and bank efficiency". *Journal of Banking and Finance*, 29, 515-530.

- PIOTROSKI, J.D., WONG, T.J. y ZHANG, T. (2015): "Political incentives to suppress negative financial information: Evidence from Chinese listed firms". *Journal of Accounting Research*, 53 (2), 405-459.
- POSNER, R.A. (1974): "Theories of economic regulation". *Bell Journal of Economics and Management Science*, 5, 335-358.
- PRAHALAD, C.K. (1997): "Corporate governance or corporate value added?: Rethinking the primacy of shareholder value", en Chew, D. (1997) *Studies in international corporate finance and governance systems. A comparison of the U.S., Japan, & Europe*, 46-56.
- PREDA, S. (1999): *Rapporto&Codice di autodisciplina*. Comitato per la Corporate Governance delle Società Quotate. Disponibile en [http://www.ecgi.org/codes/code.php?code\\_id=67](http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=67)
- PREVOST, A.D., RAO, R.P. y HOSSAIN, M. (2002): "Determinants of board composition in New Zealand: a simultaneous equations approach". *Journal of Empirical Finance*, 9, 373-397.
- PROWSE, S.D. (1992): "The structure of corporate ownership in Japan". *The Journal of Finance*, 47 (3), 1121-1140.
- PROWSE, S.D. (1994): "Corporate governance in an international perspective: a survey of corporate control mechanisms among large firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany". *BIS Economic Papers*, 41.
- QUEVEDO, E. (2001): *Reputación y creación de valor: una relación circular. Aplicación al sector bancario español (1999)*. Tesis Doctoral, Universidad de Burgos.
- RAHEJA, C.G. (2005): "Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards". *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40 (2), 283-306.
- RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. (1995): "What do we know about capital structure? Some evidence from international data". *The Journal of Finance*, 50 (5), 1421-1460.
- RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. (1998): "Power in a theory of the firm". *Quarterly Journal of Economics*, 108, 387-432.
- REDIKER, K.J. y SETH, A. (1995): "Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms". *Strategic Management Journal*, 16 (2), 85-99.

- RIVERO, P. (2003): "Responsabilidad social corporativa", *Conferencia en la Universidad Jaime I de Castellón*, 15 y 17 de diciembre de 2003.
- ROBERTS, M.R. y WHITED, T.M. (2013): "Endogeneity in Empirical Corporate Finance", en Constantinides, G.M., Harris, M. y Stulz, R.M. (ed.) *Handbook of the Economics of Finance*, edition 1, volume 2, chapter 7, Elsevier, 493-572.
- RODRÍGUEZ, J.M. (2003): *El gobierno corporativo de la empresa: un enfoque alternativo*. Ediciones AKAL, Madrid.
- ROE, M.J. (1997): "Comparative Corporate Governance". *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. First Edition.
- ROE, M.J. (2000): "Political Foundations for Separating Ownership from Corporate Control". *Stanford Law Review*, 53, 539-606.
- ROE, M.J. (2002a) "Can culture ever constrain the economic model of corporate law?" *Discussion Paper N° 381*, Harvard Law School.
- ROE, M.J. (2002b): "Corporate law's limits". *The Journal of Legal Studies*, 31 (2), 233-271.
- ROE, M.J. (2003): "Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact". *Discussion Paper N° 451*, Harvard Law School.
- ROE, M.J. (2004): "The inevitable instability of American corporate governance". *Discussion Paper N° 493*, Harvard Law School.
- ROMANO, R. (2014): "The market for corporate law redux". *Law Working Paper N° 270/2014*, European Corporate Governance Institute.
- ROODMAN, D. (2009): "How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata". *The Stata Journal*, 9 (1), 86-136.
- ROSENSTEIN, S. y WYAAT, J.G. (1990): "Outside directors, board independence, and shareholder wealth". *Journal of Financial Economics*, 26, 176-191.
- SAH, R. K. y STIGLITZ, J.E. (1986): "The architecture of economic systems: Hierarchies and polyarchies". *American Economic Review*, 76 (4), 716-727.
- SALAS, V. (2002): *El gobierno de la empresa*. Colección Estudios Económicos, 29, Servicio de Estudios de la Caixa, Barcelona.
- SALAS, V. (2005): "Sustituye la responsabilidad social al buen gobierno de la empresa". *Economistas*, N° 106, Noviembre, 4-11.



- SALTER, S.B. y NISWANDER, F. (1995): "Cultural influence on the development of accounting systems internationally: a test of Gray's (1988) theory". *Journal of International Business Studies*, second quarter, 379-397.
- SAPPINGTON, D.E.M. (1991): "Incentives in principal-agent relationships". *The Journal of Economic Perspectives*, 5, 45-66.
- SARBANES-OXLEY (2002): *Sarbanes-Oxley Act*. Public Law 107-2004, United States of America.
- SCHERER, F.M. (1980): *Industrial market structure and economic performance*. Second edition, Rand-McNally, Chicago.
- SCHULTZ, E.L., TAN, D.T. y WALSH, K.D. (2010): "Endogeneity and the corporate governance-performance relation". *Australian Journal of Management*, 35 (2), 145-163.
- SCOTT, W.R. (2003): *Financial Accounting Theory*. Third edition, Prentice Hall, Toronto.
- SERRANO, J. (1995): "La regulación como instrumento de política económica", en VELARDE, J., GARCÍA, J.L. y PEDREÑO, A. *Regulación y Competencia en la Economía Española*, Editorial Cívitas, 21-32.
- SHAPIRO, A.C. y BALBIRER, S.D. (2000): *Modern corporate finance: Multidisciplinary*. Prentice Hall PTR.
- SHIVDASANI, A. (1993): "Board composition, ownership structure, and hostile takeovers". *Journal of accounting and economics*, 16, 167-198.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1986): "Large shareholders and corporate control". *Journal of Political Economy*, 94 (3), 461-488.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1997a): "A survey of corporate governance". *The Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1997b): "The takeover wave of the 1980s", en Chew, D.H. (1997) *Studies in international corporate finance and governance systems. A comparison of the U.S., Japan, & Europe*, Oxford University Press, 98-105.
- SMITH, A. (2011): *La riqueza de las naciones*. Alianza Editorial. Madrid.
- STIGLER, G.J. (1971): "The theory of economic regulation". *Bell Journal of Economics and Management Science*, 2, 3-21.
- STIGLITZ, J. E. (1993): *Economía*. Ariel Economía, Barcelona.

- STULZ, R. (1988): "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control". *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- TIROLE, J. (2001): "Corporate governance". *Econometrica*, 69(1), 1-35.
- TIROLE, J. (2006): *The theory of corporate finance*. Princeton University Press, New Jersey.
- TOLLISON R. D. (1991): "Regulation and interest groups", en High, J.C. (1991): *Regulation: Economic theory and history*, 59-76.
- TOSUN, O. y SENBET, L.W. (2014): "Internal control and maturity of debt". *WBS Finance Group Research Paper*. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=2512720>
- TUA, J. (1983): *Principios y normas de contabilidad*, Instituto de Planificación Contable. Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- VIENOT, M. (1995): *Le conseil d'administration des sociétés cotées*. Association Française des Entreprises Privées, Conseil National du Patronat Français, París.
- VIENOT. M. (1999): *Recommendations of the Committee on corporate governance*. Association Française des Entreprises Privées, Mouvement des Entreprises de France, París.
- VILLALONGA, B. y AMIT, R. (2006): "How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80, 384-417.
- VIVES, X. (Ed.) (2000): *Corporate governance. Theoretical and empirical perspectives*, Cambridge University Press.
- WARD, A.J., BROWN, J.A. y RODRIGUEZ, D. (2009): "Governance bundles, firma performance, and the substitutability and complementarity of governance mechanisms". *Corporate Governance: An International Review*, 17 (5), 646-660.
- WATTS, R. y ZIMMERMAN, J. (1986): *Positive accounting theory*. Prentice-Hall, New Jersey.
- WEIL, GOTSHAL y MANGES LLP (2002): *Comparative study of corporate governance codes relevant to the European Union and its Member States*. Final Report on behalf of the European Commission, Internal Market Directorate General.
- WEIR, C., y LAING, D. (2000): "The performance - governance relationship: The effects of Cadbury compliance on UK Quoted Companies". *Journal of Management and Governance*, 4, 265-281.

- WEISBACH, M (1988): "Outside directors and CEO turnover". *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.
- WELCH, I. (2010): "A critique of quantitative structural models in corporate finance". *Working Paper Brown University*.
- WILLIAMSON, O.E. (1964): *The economics of discretionary behaviour: managerial objectives in a theory of the firm*. Prentice Hall, Englewood Cliffs.
- WILLIAMSON, O.E. (1983): "Organizational form, residual claimants, and corporate control". *Journal of Law and Economics*, 26, 351.
- WILLIAMSON, O.E. (1985): *The economics institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting*. The Free Press, Nueva York.
- WILLIAMSON, O.E. (1996): *The mechanisms of governance*. Oxford University Press, New York.
- WINTOKI, M.B., LINCK, J.S. y NETTER, J.M. (2012): "Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance". *Journal of Financial Economics*, 105, 581-606.
- WOOLDRIDGE, J.M. (2010): *Introducción a la econometría. Un enfoque moderno*. 4ª edición, Cengage Learning Editores, México.
- WYMEERSCH, W. (2005): "Enforcement of Corporate Governance Codes". *Law Working Paper N°46/2005*, European Corporate Governance Institute.
- YEH, A.J.Y., LIM, S. y VOS, E. (2007): "Path dependence or convergence? The evolution of corporate ownership around the world". *Review of Law and Economics*, 3 (2), 518-551.
- YERMACK, D. (1996): "Higher valuation of companies with a small board of directors". *Journal of Financial Economics*, 40, 185-212.
- YERMACK, D. (1997): "Good timing: CEO stock option awards and company news announcements". *Journal of Finance*, 52 (2), 449-476.
- ZINGALES, L. (2008): "Corporate governance". *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. Second Edition. The New Palgrave Dictionary of Economics Online. Palgrave Macmillan.



**ANEXO**



**Tabla A.1**  
**Matriz de correlaciones**

VARIABLE	Resultado IMTB	Resultado ROA	Tamaño del consejo	Indepen- dencia	Dualidad	Funciona- miento1	Funciona- miento2	Propiedad interna	Propiedad primer accionista	Contestabili- dad	Accionista individuo o familia	Accionista entidad financiera	Deuda	Tamaño	LIBECA
Resultado ROA	0,5331***														
Tamaño del consejo	-0,042*	0,0242													
Independencia	-0,0359	0,1407***	-0,0856***												
Dualidad	-0,0154	-0,0671***	-0,0171	-0,2538***											
Funcionamiento1	-0,0403*	-0,0785***	-0,1274***	0,0829***	0,0926***										
Funcionamiento2	-0,0467*	0,1366***	0,3962***	0,3246***	-0,2911***	0,1281***									
Propiedad interna	0,0475*	-0,0985***	-0,1965***	-0,3478***	0,3067***	-0,0340	-0,3053***								
Propiedad primer accionista	0,0431*	-0,0020	-0,1375***	-0,3436***	0,1794***	-0,193***	-0,2844***	0,4089***							
Contestabilidad	0,0209	0,0352	-0,0333	-0,0773***	0,0294	-0,1618***	-0,1430***	0,1439***	0,6311***						
Accionista individuo o familia	0,0484**	-0,0615***	-0,1112***	-0,2165***	0,2129***	-0,0512**	-0,2664***	0,5732***	0,2284***	0,1159***					
Accionista entidad financiera	-0,0487**	-0,0111	-0,0843***	0,1962***	-0,2034***	0,1072***	0,0829***	-0,2253***	-0,2771***	-0,1685***	-0,3455***				
Deuda	-0,0824***	-0,1646***	0,2242***	0,0739***	-0,0173	0,1258***	0,2005***	-0,0932***	-0,1257***	-0,0673***	-0,0872***	0,0505**			
Tamaño	-0,1577***	0,0898***	0,1978***	0,4025***	-0,0077	0,1727***	0,3272***	-0,2621***	-0,2072***	-0,0779***	-0,2356***	0,1230***	0,2110***		
LIBECA	-0,0433*	0,1264***	-0,1967***	0,4453***	-0,4712***	0,1714***	0,3991***	-0,2895***	-0,3158***	-0,2139***	-0,2818***	0,3158***	0,0345	0,2445***	
Legal	-0,0451*	0,1255***	-0,1844***	0,4938***	-0,3967***	0,1892***	0,4006***	-0,3083***	-0,3840***	-0,2382***	-0,3043***	0,3010***	0,0579**	0,3888***	0,8875***

\*\*\* p<0,01; \*\* p<0,05; \* p<0,10

