

*Chris Mallin**, *Julio Pindado* y *Chabela de la Torre** *

El gobierno corporativo y su influencia en los procesos de toma de decisiones financieras

1. INTRODUCCIÓN

La influencia que ejercen las imperfecciones de los mercados de capitales sobre la eficiencia en la toma de decisiones financieras en la empresa, y el consiguiente efecto sobre su valor, son aspectos ampliamente justificados en la teoría y avalados empíricamente. De hecho, la certeza de tales imperfecciones y de sus consecuencias para la empresa ha motivado una extensa investigación basada en la búsqueda de soluciones de los diversos problemas que dificultan o incluso impiden la consecución del objetivo de maximización del valor.

La minimización de la pérdida de valor que resulta de la separación entre propiedad y control constituye la base de la investigación sobre el gobierno corporativo; investigación que en sus inicios se limitó a Estados Unidos, pero que a partir de los años 90 ha suscitado gran interés en los investigadores de otras economías como la británica, la alemana y la japonesa, y más recientemente de los países de Europa Continental y Asia. De hecho, el gobierno corporativo se ha convertido en un tema de creciente importancia e interés en la literatura financiera de las últimas décadas, por su papel condicionante en la asignación de los recursos de la empresa y sus importantes implicaciones para los diferentes grupos de stakeholders.

Aunque no resulta sencillo definir el gobierno corporativo dada la amplitud de este concepto, podemos aproximarnos diciendo que es el conjunto de mecanismos heterogéneos que determina la asignación de los recursos de la empresa. Uno de los principales motivos por el que los inversores confían su dinero a las empresas descansa en la existencia de ciertos derechos que garanticen la asignación más beneficiosa posible del dinero prestado. Sin embargo, estos derechos pueden ser violados fácilmente si no existen leyes de aplicación rigurosa que los protejan, si no se garantiza un buen funcionamiento de los mercados de capitales, o cuando los intereses privados de ciertos participantes en la empresa prevalecen sobre el objetivo general de maximización del valor. En este contexto, el gobierno corporativo debería desempeñar un papel protagonista a la hora de restablecer la confianza de los inversores en el sistema financiero, evitando posibles desviaciones del principio de maximización de valor que resultarían en detrimento de su riqueza. Para cumplir esta misión que se le ha encomendado, el gobierno corporativo actúa a través de una serie de factores institucionales que podemos compendiar en tres características clave: sistema legal, mercados de capitales y estructura de propiedad.

El objetivo de este trabajo es analizar, a partir de la revisión exhaustiva de la literatura existente, la influencia que ejerce el gobierno corporativo sobre la toma de decisiones finan-

* Universidad de Birmingham

** Universidad de Salamanca

cieras en la empresa. Para alcanzar este objetivo, presentamos en la próxima sección una descripción detallada de las principales características de gobierno corporativo, destacando las notables diferencias encontradas en las mismas entre países. En la siguiente sección, analizamos el importante papel desempeñado por estas características como condicionantes de las decisiones financieras de las empresas. Finalmente, las conclusiones del estudio quedan recogidas en la sección cuarta.

2. EL SISTEMA DE GOBIERNO CORPORATIVO: CARACTERÍSTICAS CLAVE

A continuación, describiremos los factores que permiten caracterizar los diferentes sistemas de gobierno corporativo, y discutiremos la importancia y función desempeñada por cada uno de ellos en el gobierno de la empresa.

2.1. Sistema legal

Los trabajos de La Porta *et al.* (1997, 1998, 2000a) ponen de manifiesto las enormes diferencias existentes en las leyes que protegen a los inversores y en la efectividad de su aplicación entre los distintos países como consecuencia de los diferentes orígenes de las mismas. Este enfoque legal identifica varias tradiciones legales, entre las que cabe destacar las tradiciones de civil law y common law. La ley civil tiene su origen en el derecho romano y engloba tres familias legales. La familia francesa incluye, además de Francia, otros países europeos como Portugal, Italia y España. Los países de ley civil francesa ofrecen muy poca protección a sus inversores. Mayor es la protección legal de que disfrutaban los inversores de los países pertenecientes a las familias alemana y escandinava. En la familia alemana encontramos países tales como Alemania, Austria, Grecia, Suiza y Japón. La familia escandinava, que presenta una menor reminiscencia del derecho romano que las familias francesa y alemana, incluye, entre otros, Dinamarca, Finlandia, Noruega y Suecia. Por otro lado, la ley común es de aplicación en Estados Unidos, Reino Unido, Canadá o Australia, entre otros. Dadas sus características, es considerada la más eficiente en la protección de los derechos de los inversores, a la vez que los tribunales se muestran más rigurosos en su aplicación. De hecho, la eficiencia de una ley no depende sólo de los principios en ella contemplados, sino también de la rigurosidad con la que se hace cumplir.

A partir de los principales factores que determinan la efectividad de las leyes, se ha definido un conjunto de índices que nos ayudan a comprender el alcance legal del gobierno corporativo. Estos índices fueron propuestos inicialmente por

La Porta *et al.* (1998) y han sido utilizados ampliamente en la literatura posterior¹. Entre otros aspectos, los principales índices miden el grado de protección legal del accionista minoritario frente a posibles abusos de directivos y grandes accionistas (Anti-director Rights); el grado de protección legal de los acreedores (Creditor Rights); y el grado de confianza en el sistema legal para resolver conflictos (Law and Order) así como el nivel de eficiencia del sistema judicial (Efficiency of Judicial System).

Confirmando la intuición anterior, todos estos índices muestran que la mayor protección de accionistas y acreedores y la mayor rigurosidad en la aplicación de las leyes la encontramos en los países de ley común, estando el extremo contrario en los países de ley civil francesa. En una posición intermedia se encuentran los países de ley civil alemana y escandinava.

El mercado de control corporativo y su papel en el gobierno de la empresa están íntimamente relacionados con el entorno legal. La importante función de este mercado como mecanismo de disciplina de los directivos puede explicarse a dos niveles. En un primer nivel, o *ex ante*, la mera amenaza de una posible toma de control desincentiva el comportamiento no maximizador de los directivos, y contribuye a alinear intereses y esfuerzos hacia la maximización del valor. En un segundo nivel, o *ex post*, cuando la simple amenaza no resulta suficiente para controlar las posibles ineficiencias de la dirección, la toma de control se hará efectiva con el consiguiente nombramiento de un nuevo equipo directivo.

En Estados Unidos y Reino Unido el mercado de control corporativo es muy activo, y las tomas de control hostiles son un fenómeno habitual, lo que posibilita que el tipo de práctica descrita sea habitual. Concretamente, Cotter *et al.* (1997) reportan un 47% de tomas de control hostiles registradas en el mercado estadounidense; y el porcentaje reportado por Franks y Mayer (1996) para el mercado británico es del 25%. No ocurre lo mismo en países en los que la legislación hace de las tomas de control un fenómeno poco corriente o del todo inexistente, como en Alemania, Japón y España. En estos casos, los inversores son vulnerables a los abusos de la dirección, ya que los directivos de las empresas no se enfrentan a la amenaza de perder su puesto de trabajo por una mala gestión.

2.2. Mercado de capitales

El buen funcionamiento de los mercados de capitales es otra de las claves para la eficiente asignación de los recursos de las empresas que operan en ellos. Concretamente, el desarrollo de estos mercados y la orientación de los sistemas

financieros son las claves sobre las que establecer el cometido de los mercados de capitales en el gobierno corporativo.

La literatura financiera documenta ampliamente la influencia indirecta del grado de desarrollo de los mercados de capitales sobre el sistema de gobierno corporativo. Por ejemplo, el desarrollo de los mercados financieros reduce el coste de la financiación externa y mitiga así los problemas de gobierno corporativo asociados a la misma (Rajan y Zingales, 1998), y relaja las restricciones financieras (Love, 2003). Según Maug (1998), la expropiación del accionista minoritario es más probable en mercados de capitales poco desarrollados, ya que la escasa liquidez de estos mercados podría impedir a los minoritarios la venta de sus acciones cuando padecen abusos por parte de los grandes propietarios. En la misma línea, Faccio *et al.* (2001b) sugieren que el desarrollo de los mercados posibilita a los accionistas minoritarios actuar desde diferentes frentes para impedir actividades de expropiación en sus empresas.

Respecto a la segunda característica clave de los mercados, la literatura establece una dicotomía en la orientación distinguiendo entre sistemas orientados al mercado y sistemas orientados a la banca². Puesto que la función esencial del sistema financiero es la asignación de capital, la cuestión que surge aquí es si una determinada orientación es más eficiente que la otra a la hora de cumplir con dicho cometido. El debate en torno a este interrogante es amplio, y no parece existir acuerdo unánime al respecto (véase Levine, 2002). Sin embargo, las argumentaciones sobre las ventajas e inconvenientes de la orientación del sistema financiero tanto al mercado como a la banca ponen de manifiesto la influencia que ejerce dicha orientación sobre el gobierno corporativo.

2.3. Estructura de propiedad

La relevancia de la estructura de propiedad para el gobierno de la empresa radica en su contribución a resolver los conflictos de intereses entre propietarios y directivos y, por tanto, a reducir los costes de agencia asociados. No en vano la estructura de propiedad es considerada uno de los principales mecanismos de gobierno corporativo.

Por un lado, la concentración accionarial mitiga las consecuencias negativas derivadas de la separación entre propiedad y control al resolver el problema de *free riding*, característico de empresas con propiedad dispersa, que desincentiva las labores de supervisión de la actividad directiva. Este argumento ampliamente aceptado ha motivado una clara dicotomía en los sistemas de gobierno corporativo³. El sistema asociado a Estados Unidos y Reino Unido se caracteriza por un elevado grado de dispersión en la propiedad además de una

notable presencia institucional; mientras que una propiedad concentrada, generalmente en manos de familias, es predominante en los países de Europa Continental y Japón. En definitiva, y de acuerdo con los argumentos antes esgrimidos, cabría esperar un comportamiento más tendente a la maximización del valor en las empresas pertenecientes al segundo de los sistemas descritos, dado el mayor nivel de concentración accionarial que por lo general presentan estas empresas. Sin embargo, esta concentración en la propiedad de la empresa no está exenta de costes, hasta el punto de que como señalan Shleifer y Vishny (1997), es la fuente de un nuevo problema de agencia derivado, en este caso, del conflicto de intereses entre accionistas minoritarios y mayoritarios. El fenómeno de expropiación susceptible de aparecer bajo patrones de propiedad concentrada en manos de uno o unos pocos accionistas de control hace de la concentración de la propiedad un mecanismo de gobierno corporativo sumamente costoso.

Por otro lado, la participación de los directivos en la propiedad de la empresa también condiciona la consecución del objetivo de maximización del valor. Jensen y Meckling (1976) nos descubrieron las ventajas de la propiedad directiva al constituir ésta un mecanismo de alineación de intereses entre propiedad y dirección y, por tanto, una práctica acertada para desincentivar el malgasto de recursos en la empresa. Por tanto, mayores niveles de propiedad directiva incentivarán la maximización del valor como objetivo prioritario en la empresa. Pero la propiedad también puede tornarse en mecanismo de destrucción de valor cuando es tal que le permite al directivo atrincherarse. Como señalan Fama y Jensen (1983), una excesiva participación del directivo en la propiedad de la empresa podría otorgarle suficiente poder de voto e influencia para satisfacer sus intereses no maximizadores sin poner en peligro ni su puesto de trabajo ni su salario. Tal y como sucede con la concentración accionarial, la propiedad directiva es un arma de gobierno corporativo de doble filo.

El tercero de los mecanismos internos que representa una alternativa de control y solución de los conflictos de intereses entre propietarios y directivos es el consejo de administración. Aunque es un hecho que la labor de control y supervisión desempeñada por este órgano es necesaria, existen amplias diferencias en la efectividad con la que lleva a cabo su misión en los diferentes países. Esta efectividad está determinada básicamente por dos de sus características: su estructura y su composición.

En los consejos de administración con estructura unitaria, predominantes en los países anglosajones (especialmente Estados Unidos, Reino Unido y Australia) y en la mayor parte de los países europeos (excepto en Alemania y los Países Bajos), no existe separación entre las labores de direc-

ción y supervisión. Puesto que los objetivos de los consejeros coinciden con los de la dirección, los intereses de los propietarios serán fácilmente vulnerados. Al contrario, los denominados consejos two-tier (como los alemanes, holandeses y japoneses) están compuestos por un consejo ejecutivo y otro de supervisión, mediante los cuales se establece una clara separación entre las responsabilidades de dirección y control, salvaguardándose así los derechos de los accionistas frente a los posibles abusos de los directivos.

La independencia de los miembros del consejo de administración es también de suma importancia para el gobierno corporativo. El nombramiento de consejeros no ejecutivos o independientes es habitual en Estados Unidos y Reino Unido, donde la mayor dispersión de la propiedad convierte al consejo de administración en un mecanismo esencial para controlar la elevada discrecionalidad directiva. Mucho menor es la presencia de consejeros independientes en la mayor parte de los consejos de administración de las empresas de Europa Continental. A pesar de los numerosos códigos de buen gobierno redactados en los países europeos⁴, las recomendaciones voluntarias acerca de la independencia de los consejos de administración son habitualmente ignoradas bajo la presión de unos accionistas mayoritarios que no están interesados en que exista supervisión o disciplina externa.

En definitiva, y dadas sus características de estructura y composición, los consejos de administración de los países de Europa Continental, a excepción de Alemania y los Países Bajos, ofrecen una menor protección al accionista minoritario frente a comportamientos oportunistas de directivos y grandes propietarios.

3. EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LAS DECISIONES FINANCIERAS

Han quedado patentes en la sección anterior las importantes diferencias existentes en las prácticas de gobierno corporativo de los distintos países. Puesto que la disponibilidad de financiación externa y las condiciones de la misma así como la eficiencia en la asignación de capital dependen en gran medida de los factores de gobierno corporativo descritos, estos factores deberían tener una importante repercusión sobre diferentes aspectos de las finanzas corporativas. Por tanto, deberíamos observar un efecto de los factores institucionales que caracterizan el gobierno corporativo sobre la toma de decisiones financieras en la empresa. A continuación, discutiremos la relación que existe entre las principales decisiones financieras de las empresas y los tres factores clave del gobierno corporativo: sistema legal, desarrollo de los mercados de capitales y estructura de propiedad.

3.1. El sistema legal y las decisiones financieras

Existen numerosas contribuciones en la literatura que demuestran el impacto del sistema legal y sus diferentes características sobre el valor y las decisiones financieras de las empresas. Por ejemplo, se ha encontrado que una escasa protección legal de los inversores requiere estructuras de propiedad más concentradas (La Porta *et al.*, 1998, 1999) y mayores niveles de propiedad directiva (Himmelberg *et al.*, 2002). Miguel *et al.* (2005b) documentan también que la elección entre estructuras de propiedad concentradas y dispersas está condicionada en gran medida por el grado de protección legal del que gozan los inversores, de manera que empresas en entornos poco protectores presentan habitualmente una mayor concentración accionarial.

El valor de la empresa está positivamente relacionado con la protección legal, como demuestran Shleifer y Wolfenzon (2002). En la misma línea están los resultados de La Porta *et al.* (2002), mostrando que una protección más efectiva del accionista minoritario conduce a un mayor valor. Miguel *et al.* (2005b) encuentran que la relación entre propiedad directiva y valor resulta moderada por las características legales del país en el que opera la empresa; concretamente, el atrincheramiento de la dirección es más difícil cuando los accionistas disfrutan del derecho de suscripción preferente y tienen representación garantizada en los consejos de administración.

Los resultados de Love (2003) sugieren que la protección legal de los inversores reduce el coste del capital y, por tanto, hace que la inversión sea menos sensible a la disponibilidad de fondos internos. En esta línea, y según Himmelberg *et al.* (2002), la protección legal del inversor incentiva la toma de decisiones eficientes de inversión, reduciendo los niveles de infrainversión.

También existe referencia a la implicación del sistema legal para las políticas de deuda y dividendos. Los argumentos de Faccio *et al.* (2001a) apuntan que una escasa protección legal de accionistas minoritarios y acreedores permite a la dirección y a los grandes accionistas tomar el control de la decisión de endeudamiento. La evidencia empírica facilitada revela que la deuda facilita las actividades de expropiación, y que en aquellos contextos legales en los que los derechos de los inversores reciben una protección efectiva, las empresas más vulnerables a expropiación son las menos endeudadas. En lo que respecta a la decisión de dividendos, La Porta *et al.* (2000b) muestran que la protección de los derechos de los accionistas minoritarios conduce a un mayor reparto, siendo esta evidencia consistente con el modelo de Shleifer y Wolfenzon (2002). Faccio *et al.* (2001a) encuentran divi-

dendos más elevados en aquellos países en los que la protección legal es escasa, como manera de impedir o al menos limitar la expropiación de los minoritarios.

3.2. Los mercados de capitales y las decisiones financieras

Discutiremos a continuación las principales contribuciones acerca del efecto que ejercen el grado de desarrollo de los mercados de capitales y la orientación del sistema financiero sobre la toma de decisiones financieras.

Los resultados del análisis a nivel de país de Schich y Pelgrin (2002) establecen un vínculo entre el desarrollo de los mercados financieros y los niveles de inversión, evidencia que es confirmada a nivel de industria por Carlin y Mayer (2003). En esta línea, en su estudio a nivel de empresa, Love (2003) muestra que el desarrollo financiero relaja las restricciones financieras facilitando una asignación más eficiente del capital. La eficiencia de la decisión de financiación parece estar también condicionada por el grado de desarrollo financiero. Demirgüç-Kunt y Maksimovic (1996) ofrecen resultados que revelan una asociación positiva entre el desarrollo del mercado de capitales y la ratio de endeudamiento, de manera que un mercado desarrollado no sólo facilita el acceso a la financiación propia sino también a la deuda. La evidencia en Beck y Levine (2002) corrobora un mayor empleo de financiación externa (deuda y capital propio) en empresas de países con mercados de capitales desarrollados.

Desafortunadamente, la repercusión de la orientación del sistema financiero para las decisiones financieras no es tan clara. El sistema orientado al mercado presenta diversas ventajas que referimos a continuación. Este sistema juega un importante papel en la asignación efectiva del capital, ya que un mercado líquido minora el desincentivo a emprender proyectos de inversión a largo plazo (Levine, 1991; Bencivenga *et al.*, 1995). Además, un sistema orientado al mercado mejora el gobierno corporativo al permitir un vínculo más estrecho entre la remuneración del directivo y el valor de su empresa (Jensen y Murphy, 1990), así como al facilitar las tomas de control. También se han señalado diversos inconvenientes que podrían hacer que un sistema orientado al mercado influyera de un modo negativo en las decisiones de inversión y financiación de las empresas. Según Stiglitz (1985), la existencia de mercados desarrollados desincentiva la búsqueda de información por parte del inversor individual, al revelarse dicha información de forma rápida y pública. Bhidé (1993) señala que los inversores tienen pocos incentivos para ejercer un control riguroso sobre la empresa ya que si el mercado es líquido podrán vender sus acciones fácilmente y sin soportar grandes pérdidas.

El sistema orientado a la banca presenta asimismo ventajas e inconvenientes para la toma eficiente de decisiones de inversión y financiación en la empresa. Es ampliamente aceptado que los bancos tienen la capacidad de obtener información sobre la empresa y sus directivos, lo que favorece la práctica del buen gobierno corporativo (Diamond, 1984; Ramakrishnan y Thakor, 1984). Boot *et al.* (1993) señalan otro punto a favor de un sistema de este tipo puesto que los bancos mantienen relaciones de largo plazo con las empresas, accediendo así a información que no es revelada de manera inmediata en los mercados. En definitiva, los bancos reducen el problema de información asimétrica y mitigan las distorsiones que tales asimetrías introducen en los procesos de inversión⁵. Sin embargo, los bancos también pueden actuar como freno a la innovación, bien extrayendo rentas de información bien protegiendo de la competencia a las empresas a través de fuertes lazos con el banco (Rajan, 1992). Además, los bancos que soportan escasas restricciones de regulación de su actividad podrían aliarse con la dirección en perjuicio de otros stakeholders con intereses divergentes (Hellwing, 2000).

En definitiva, y como ya anticipábamos, tanto los sistemas orientados al mercado como los sistemas orientados a la banca presentan ventajas y limitaciones, y no hay argumento que posibilite concluir sin ambigüedad cual de estos sistemas es más eficiente en la asignación de recursos. En la misma línea, y sin ofrecer conclusiones unánimes, está la evidencia que arrojan los trabajos empíricos desarrollados en torno a este debate. Beck y Levine (2002) se centran en la decisión de inversión y encuentran que la orientación del sistema financiero no contribuye a la explicación del patrón de crecimiento industrial, ni a la explicación de la eficiencia en la asignación de capital. Demirgüç-Kunt y Maksimovic (2002) obtienen resultados similares concernientes a la decisión de financiación, al no obtener evidencia alguna de que la orientación del sistema financiero condicione el acceso a las fuentes de financiación.

3.3. La estructura de propiedad y las decisiones financieras

La importancia concedida a este mecanismo de gobierno corporativo ha motivado la realización de grandes esfuerzos encaminados a comprender el alcance de la estructura de propiedad como un elemento esencial para la toma de las decisiones financieras en la empresa⁶ y, por tanto, para su valoración. Es ampliamente conocida la literatura que versa sobre la relación entre propiedad y valor. Cabe destacar el trabajo seminal de Morck, Shleifer y Vishny (1988), que aporta evidencia de una significativa relación no lineal entre la propiedad directiva y el valor de la empresa; evidencia que resulta

consistente con las hipótesis de convergencia de intereses y de atrincheramiento directivo. Esta no-linealidad ha sido posteriormente confirmada por numerosos trabajos y para sistemas de gobierno corporativo diferentes (ver, por ejemplo, McConnell y Servaes, 1990; Craswell *et al.*, 1997; Cho, 1998; Mudambi y Nicosia, 1998; Holderness *et al.*, 1999; Short y Keasy, 1999; Miguel *et al.*, 2004). La amplia evidencia disponible pone de manifiesto que diferencias en el sistema de gobierno corporativo en el que opera la empresa conducen a diferencias en la relación entre valor y propiedad directiva. A pesar de las disparidades encontradas, en general se puede concluir que ciertos niveles de propiedad incentivan al directivo a tomar decisiones encaminadas a la maximización del valor. A menos que dicha propiedad le permita atrincherarse, anteponiendo sus intereses y objetivos personales a la maximización del valor.

La evidencia de una relación entre el valor de la empresa y la concentración de su propiedad también es extensa, aunque poco concluyente. La existencia de una relación positiva parece ser el resultado más habitual, como muestran numerosos estudios realizados en diferentes países (Agrawal y Mandelker, 1990; Gorton y Schmidt, 2000; Kaplan y Minton, 1994; Gedajlovic y Shapiro, 2002). Otros trabajos (Leech y Leahy, 1991; Mudambi y Nicosia, 1998; Lehmann y Weigand, 2000) encuentran que la concentración de la propiedad afecta negativamente al valor de la empresa. Sin embargo, sólo la evidencia de una relación no lineal entre concentración accionarial y valor sería consistente con las hipótesis de control y expropiación, tal y como revelan los resultados de Gedajlovic y Shapiro (1998) para las empresas americanas y alemanas, y de Miguel *et al.* (2004) para las empresas españolas.

En Jensen y Meckling (1976) encontramos una primera referencia al efecto que la estructura de propiedad ejerce sobre el nivel de inversión en la empresa, intuición que ha sido posteriormente confirmada empíricamente en trabajos como los de Griner y Gordon (1995), Denis *et al.* (1997) y Cho (1998). Una segunda línea de investigación aborda la problemática de la sensibilidad de la inversión ante variaciones en los fondos internos, y cómo dicha sensibilidad resulta afectada por la estructura de propiedad particular de la empresa. Cabe mencionar a Oliner y Rudebusch (1992) como los pioneros en abordar esta problemática, aunque no encuentran evidencia alguna del efecto que ejerce la propiedad sobre la sensibilidad de la inversión al cash flow. Sí encontramos evidencia de tal efecto en Goergen y Renneboog (2001), pero con la limitación de no considerar la no-linealidad de la relación entre la propiedad y el valor. Esta limitación es superada por Hadlock (1998), quien además de considerar la convergencia de intereses y el atrinche-

ramiento directivo, trata de discriminar entre los procesos de infra y sobreinversión como las dos posibles explicaciones de la sensibilidad inversión-cash flow. Sin embargo, Hadlock (1998) considera que estos procesos son mutuamente excluyentes, cuando la evidencia empírica previa demuestra lo contrario⁷. En este sentido, Pindado y de la Torre (2007) proponen un enfoque en el que tienen en cuenta la no-linealidad de la relación entre la propiedad y el valor, diferenciando al mismo tiempo aquellas empresas propensas a padecer problemas de sobreinversión de las empresas sobreinversoras. Tras controlar estos fenómenos, Pindado y de la Torre (2007) encuentran que la elección de una adecuada estructura de propiedad contribuye a resolver ineficiencias en la inversión al mitigar su dependencia de la disponibilidad de recursos internos.

Las políticas de deuda y dividendos también resultan moderadas por la estructura de propiedad de la empresa. La investigación en este campo se ha centrado en la consideración de estructura de propiedad, deuda y dividendos como mecanismos de gobierno corporativo, dada su capacidad de influir de algún modo sobre la magnitud y consecuencias para la empresa de los conflictos de agencia. La existencia de una cierta interrelación entre los diversos mecanismos de control de los costes de agencia en la empresa es un hecho. Lo que no está tan claro es si los mecanismos son sustitutos o complementarios entre sí, aunque la evidencia empírica previa revela la sustitución entre propiedad directiva, deuda y dividendos como la práctica más habitual de las empresas (ver, por ejemplo, Jensen *et al.*, 1992; Bathala *et al.*, 1994, 1995; Chen y Steiner, 1999). Cuando se considera además la no-linealidad de la relación entre propiedad y valor, Crutchley *et al.* (1999) encuentran una relación de sustitución entre deuda y dividendos cuando los intereses de propietarios y directivos convergen y una relación de complementariedad cuando la dirección se atrinchera. Sin embargo, los resultados de Grier y Zychowicz (1994) revelan lo contrario. Schooley y Barney (1994) también aportan evidencia de una relación no lineal, en este caso entre propiedad directiva y dividendos. Miguel *et al.* (2005a) proponen un análisis integral de los cuatro mecanismos (propiedad directiva, concentración de la propiedad, deuda y dividendos) en el que los fenómenos de atrincheramiento directivo y expropiación son previamente derivados de la relación no lineal entre propiedad y valor. Sus resultados revelan la existencia de importantes implicaciones de la estructura de propiedad de la empresa para los procesos de toma de decisiones financieras.

4. CONCLUSIONES

El creciente interés suscitado por el gobierno de la empresa en la literatura financiera de las últimas décadas ha motiva-

do la realización del presente trabajo, en el que se justifica, a partir de una revisión de la investigación realizada, la influencia que ejerce el gobierno corporativo sobre la toma de las decisiones financieras.

Para ello, partimos de una descripción de los factores clave que caracterizan los diversos sistemas de gobierno corporativo: el sistema legal, los mercados de capitales y la estructura de propiedad. Los numerosos trabajos realizados revelan diferencias significativas en las prácticas de gobierno entre países. En primer lugar, la protección legal de los inversores varía ampliamente, y parece existir consenso acerca de que los países de ley común, dado el origen de sus leyes y la rigurosidad de su aplicación, son más eficientes en la protección de los derechos de accionistas y acreedores que los países de ley civil. En segundo lugar, en países con mercados de capitales desarrollados, las empresas soportan un menor coste de la financiación externa, menores restricciones financieras y menor riesgo de infrainversión. En tercer lugar, los patrones de propiedad también varían mucho entre países, así como la efectividad de los consejos de administración debido a las diferencias en su estructura y composición.

La revisión de la extensa literatura disponible pone de manifiesto que además de resultar por sí mismo relevante, el gobierno corporativo presenta también importantes implicaciones para los procesos de toma de decisiones financieras. En primer lugar, una escasa protección legal de los inversores exacerba los problemas de infrainversión, a la vez que incentiva mayores niveles de deuda y un menor reparto de dividendos para facilitar actividades de expropiación. En segundo lugar, el buen desarrollo de los mercados de capitales relaja las restricciones financieras facilitando así los procesos de inversión, y facilita además el acceso a financiación externa. En cuanto a la orientación del sistema financiero, los sistemas orientados al mercado incentivan una inversión a más largo plazo, facilitan las tomas de control y permiten establecer un vínculo estrecho entre la remuneración directiva y el valor de la empresa; mientras que los sistemas orientados a la banca estimulan las relaciones duraderas entre la empresa y sus principales bancos, lo que facilita el flujo de información y mitiga las asimetrías informativas. Finalmente, numerosos trabajos ponen de manifiesto los beneficios de ciertos niveles de propiedad directiva y concentración accionarial para la toma de decisiones financieras y el valor de la empresa. Sin embargo, aquellos niveles de propiedad que permite al directivo atrincherarse y posibilitan a los accionistas mayoritarios expropiar a los minoritarios tienen efectos negativos en los procesos de toma de las decisiones financieras y, por tanto, en la valoración de la empresa.

En definitiva, en este trabajo hemos caracterizado los dife-

rentes sistemas de gobierno corporativo a través de sus factores clave, y hemos mostrado las importantes implicaciones que tienen el sistema legal, los mercados de capitales y la estructura de propiedad para la toma de las más importantes decisiones financieras de la empresa. A pesar de los muchos esfuerzos ya dedicados a su investigación de las últimas décadas, el gobierno corporativo promete seguir siendo un tema de creciente impacto y relevancia en la literatura financiera.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agrawal, Anup y Gershon Mandelker. 1990. "Large Shareholders and the Monitoring of Managers: the Case of Antitakeover Charter Amendments," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25: 2, pp. 143-161.
- Bathala, Chenchuramaiah; Kenneth Moon, y Ramesh Rao. 1994. "Managerial Ownership, Debt Policy and the Impact of Institutional Holdings: an Agency Perspective," *Financial Management*, 23: 3, pp. 38-50.
- Bathala, Chenchuramaiah; Oswald Bowlin, y Ramesh Rao. 1995. "Debt Structure, Insider Ownership and Dividend Policy," *Research in Finance*, 13, pp. 237-260.
- Becht, Marco y Alisa Roel. 1999. "Blockholdings in Europe: An International Comparison," *European Economic Review*, 43, pp. 1049-1056.
- Beck, Thorsten y Ross Levine. 2002. "Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank- Based System Matter?" *Journal of Financial Economics*, 64, pp. 147-180.
- Bencivenga, Valerie R.; Bruce D. Smith, y Ross M. Starr. 1995. "Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth," *Journal of Economic Theory*, 67, pp. 53-177.
- Bhide, Amar. 1993. "The Hidden Costs of Stock Market Liquidity," *Journal of Financial Economics*, 34, pp. 31-51.
- Boot, Arnoud W.; Stuart I. Gfrenbaum, y Anjan V. Thakor. 1993. "Reputation and discretion in financial contracting," *American Economic Review*, 83, pp. 1165-1183.
- Carlin, Wendy y Colin Mayer. 2003. "Finance, Investment, and Growth," *Journal of Financial Economics*, 69, pp. 191-226.
- Chen, Carl y Thomas Steiner. 1999. "Managerial Ownership and Agency Conflicts: a Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy and Dividend Policy," *The Financial Review*, 34, pp. 119-136.
- Cho, Myeong-Hyeon. 1998. "Ownership Structure, Investment and the Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, 47, pp. 103-121.
- Craswell, Allen; Stephen Taylor, y Richard Saywell. 1997. "Ownership Structure and Corporate Performance: Australian Evidence," *Pacific-Basin Finance Journal*, 5, pp. 301-323.
- Crutchley, Claire; Marlin Jensen; John Jahera, y Jennie Raymond. 1999. "Agency Problem and the Simultaneity of Financial Decision Making: The Role of Institutional Ownership," *International Review of Financial Analysis*, 8: 2, pp. 177-197.
- Cotter, James; Anil Shivdasani, y Marc Zenner. 1997. "Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth during Tender Offers?" *Journal of Financial Economics*, 43:2,

- pp. 195-218.
- Demirgüç-Kunt, Asli y Vojislav Maksimovic. 1996. "Stock Market Development and Firm Financing Choices," *World Bank Economic Review*, 10, pp. 341-369.
- Demirgüç-Kunt, A. y V. Maksimovic 1998. "Law, Finance and Firm Growth," *Journal of Finance*, 53, 2107-2137.
- Demirgüç-Kunt, Asli y Vojislav Maksimovic. 2002. "Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm-Level Data," *Journal of Financial Economics*, 65, pp. 337-363.
- Diamond, Douglas. 1984. "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economics Studies*, 51, pp. 393-414.
- Denis, David; Diane Denis, y Atulya Sarin. 1997. "Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification," *The Journal of Finance*, 52, pp. 135-160.
- Faccio, Mara; Larry Lang, y Leslie Young. 2001a. "Dividends and Expropriation," *American Economic Review*, 91, pp. 54-78.
- Faccio, Mara; Larry Lang, y Leslie Young. 2001b. "Debt and Corporate Governance," SSRN Working Paper No. 239724.
- Fama, Eugene y Michael Jensen. 1983. "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26: June, pp. 301-325.
- Franks, Julian y Colin Mayer. 1996. "Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure," *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 163-181.
- Franks, Julian y Colin Mayer. 1997. "Corporate Ownership and Control in The U.K., Germany and France," *Journal of Applied Corporate Finance*, 9, pp. 30-45.
- Gedajlovic, Eric y Daniel Shapiro. 1998. "Management and Ownership Effects. Evidence from Five Countries," *Strategic Management Journal*, 19, pp. 533-553.
- Gedajlovic Eric y Daniel Shapiro. 2002. "Ownership Structure and Firm Profitability in Japan," *Academy of Management Journal*, 45, pp. 565-575.
- Giannetti Mariassunta. 2003. "Do Better Institutions Mitigate Agency Problems? Evidence from Corporate Finance Choices," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, pp. 185-212.
- Gorton, Gary y Frank Schmidt. 2000. "Universal Banking and the Performance of German Firms," *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 29-80.
- Goergen, Marc y Luc Renneboog. 2001. "Investment Policy, Internal Financing and Ownership Concentration in the U.K." *Journal of Corporate Finance*, 7, pp. 257-284.
- Grier, Paul y Edward Zychowicz. 1994. "Institutional Investors, Corporate Discipline and the Role of Debt," *Journal of Economics and Business*, 46: 1, pp. 1-11.
- Griner Emmett y Lawrence Gordon. 1995. "Internal Cash Flow, Insider Ownership and Capital Expenditures: A Test of the Pecking Order and Managerial Hypotheses," *Journal of Business Finance and Accounting*, 22:2, pp. 179-199.
- Hadlock, Charles. 1998. "Ownership, Liquidity and Investment," *Rand Journal of Economics*, 29, pp. 487-508.
- Himmelberg, Charles; Glenn Hubbard y Inessa Love. 2002. "Investor Protection, Ownership, and the Cost of Capital," *World Bank Policy Research Working Paper No. 2834*.
- Hellwig, Martin. 2000. "On The Economics and Politics of Corporate Finance and Corporate Control," in Vives, X. (ed.): *Corporate Governance*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 95-136.
- Holderness, Clifford; Randall Kroszner, y Dennis Sheehan. 1999. "Were the Good Old Days that Good? Changes in Managerial Stock Ownership since the Great Depression," *Journal of Finance*, 54: 2, pp. 435-469.
- Jensen, Michael y Kevin. J. Murphy. 1990. "Performance Pay and Top-Management Incentives," *Journal Political Economic*, 98, pp. 225-264.
- Jensen, Michael y William Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3: 4, pp. 305-360.
- Jensen, Gerald; Donald Solberg, y Thomas Zorn. 1992. "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27: 2, pp. 247-263.
- Kaplan, Steven y Bernadette Minton. 1994. "Appointments of Outsiders to Japanese Boards. Determinants and Implications for Managers," *Journal of Financial Economics*, 36, pp. 225-258.
- La Porta, Rafael; Florencio Lopez-de-Silanes; Andrei Shleifer, y Robert Vishny. 1997. "Legal Determinants of External Finance," *The Journal of Finance*, 52: 3, pp. 1131-1150.
- La Porta, Rafael; Florencio Lopez-de-Silanes; Andrei Shleifer, y Robert Vishny. 1998. "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, 106: 6, pp. 1113-1155.
- La Porta, Rafael; Florencio Lopez-de-Silanes, y Andrei Shleifer. 1999. "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance* 54:2, pp. 471-517.
- La Porta, Rafael; Florencio Lopez-de-Silanes; Andrei Shleifer, y Robert Vishny. 2000a. "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Finance*, 58, pp. 3-27.
- La Porta, Rafael; Florencio Lopez-de-Silanes; Andrei Shleifer, y Robert Vishny. 2000b. "Agency Problems and Dividend Policies around the World," *The Journal of Finance*, 55, pp. 1-33.
- La Porta, Rafael; Florencio Lopez-de-Silanes; Andrei Shleifer, y Robert Vishny. 2002. "Investor Protection and Corporate Valuation," *The Journal of Finance*, 57, pp. 1147-1170.
- Leech, Dennis y John Leahy. 1991. "Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies," *The Economic Journal*, 101, pp. 1418-1437.
- Lehmann, Erik y Jürgen Weigand. 2000. "Does the Governed Corporations Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany," *European Finance Review*, 4: 2, pp. 157-195.
- Leuz, Christian, Dhananjay Nanda y Peter Wysocki. 2003. "Earnings Management and Investor Protection: an International Comparison," *Journal of Financial Economics*, 69, pp. 505-527.
- Levine, Ross. 1991. "Stock Markets, Growth, and Tax Policy," *Journal of Finance*, 46, pp. 1445-1465.
- Levine, Ross. 2002. "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?" *Journal of Financial Intermediation*, 11, pp. 398-428.
- Love, Inessa. 2003. "Financial Development and Financial Constraints: International Evidence from the Structural Investment Model," *Review of Financial Studies*, 16:3, pp.

- 765-791.
- Maug Ernst. 1998. "Large Shareholders as Monitors: Is there a Trade-Off between Liquidity and Control?" *Journal of Finance*, 53, pp. 65-97.
- Mayer, Colin y Oren Sussman. 2001. "The Assessment: Finance, Law and Growth," *Oxford Review of Economic Policy*, 17: 4, pp. 457-466.
- McConnell, John y Henri Servaes. 1990. "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 595-612.
- Miguel, Alberto y Julio Pindado. 2001. "Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data," *Journal of Corporate Finance*, 7, pp. 77-99.
- Miguel, Alberto; Julio Pindado, y Chabela de la Torre. 2004. "Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from the Spanish Case," *Strategic Management Journal*, 25: 12, pp. 1199-1207.
- Miguel, Alberto; Julio Pindado, y Chabela de la Torre. 2005a. "How do Entrenchment and Expropriation Phenomena affect Control Mechanisms?" *Corporate Governance: An International Review*, 13, pp. 505-516.
- Miguel, Alberto; Julio Pindado, y Chabela de la Torre. 2005b. "Ownership Structure and Performance: A Comparison of different Corporate Governance Systems," *Corporate Ownership and Control*, 2, pp. 76-85.
- Morck, Randall; Andrei Shleifer, y Robert Vishny. 1988. "Management Ownership and Market Valuation," *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 293-315.
- Morgado, Artur y Julio Pindado. 2003. "Underinvestment and Overinvestment Hypotheses: An Analysis Using Panel Data," *European Financial Management*, 9:2, pp. 163-177.
- Mudambi, Ram y Carmela Nicosia. 1998. "Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from The UK Financial Services Industry," *Applied Financial Economics*, 8, pp. 175-180.
- Oliner, Stephen y Glenn Rudebusch. 1992. "Sources of the Financing Hierarchy for Business Investment," *The Review of Economics and Statistics* 74:4, pp. 643-654.
- Pindado, Julio, Luis Rodrigues y Chabela de la Torre. 2008. "How Do Insolvency Codes Affect a Firm's Investment?," *International Review of Law and Economics*, en prensa.
- Pindado, Julio y Chabela de la Torre, 2006. "The role of investment, financing and dividend decisions in explaining corporate ownership structure: Empirical evidence from Spain", *European Financial Management*, 12:5, pp. 661-687.
- Pindado, Julio y Chabela de la Torre. 2007. "The Effect of Ownership Structure on Investment Inefficiencies," Paper presented at the 5th International Conference on Corporate Governance. Birmingham.
- Rajan, Raghuram. 1992. "Insider and Outsider: The Choice Between Informed and Arms Length Debt," *Journal of Finance*, 47, pp. 1367-1400.
- Rajan, Raghuram y Luigi Zingales. 1998. "Financial Dependence and Growth," *The American Economic Review*, 88:3, pp. 559-586.
- Ramakrishnan, Ram y Anjan Thakor. 1984. "Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation," *Review of Financial Studies*, 51, pp. 415-432.
- Schich, Sebastian y Florian Pelgrin. 2002. "Financial Development and Investment: Panel Data Evidence for OECD Countries from 1970 to 1997," *Applied Economics Letters*, 9, pp. 1-7.
- Schooley, Diane y Dwayne Barney. 1994. "Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs," *Journal of Financial Research*, 17: 3, pp. 363-373.
- Shleifer, Andrei y Robert Vishny. 1997. "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52: 2, pp. 737-783.
- Shleifer, Andrei y Daniel Wolfenzon. 2002. "Investor Protection and Equity Markets," *Journal of Financial Economics*, 66, pp. 3-27.
- Short, Helen y Kevin Keasey. 1999. "Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from The U.K." *Journal of Corporate Finance*, 5, pp. 79-101.
- Stiglitz, Joseph. 1985. "Credit Markets and the Control of Capital," *Journal of Money, Credit and Banking*, 62, pp. 557-575.
- Thakor, Anjan. 1993. "Corporate Investments and Finance," *Financial Management*, 22:2, pp. 135-144.
- Vogt, Stephen C. 1994. "The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence from U.S. Manufacturing Firms," *Financial Management*, 23, pp. 3-20.
- Vogt, Stephen C. 1997. "Cash Flow and Capital Spending: Evidence from Capital Expenditure Announcements," *Financial Management*, 26, pp. 44-57.

NOTAS:

- 1.- Ver, por ejemplo, Beck y Levine (2002), Demirgüç-Kunt y Maksimovic (1998, 2002), Leuz *et al.* (2003), Giannetti (2003), Pindado *et al.* (2008).
- 2.- Levine (2002), Beck y Levine (2002) y Demirgüç-Kunt y Maksimovic (2002) ofrecen detalles de esta clasificación.
- 3.- Franks y Mayer (1997), Becht y Roel (1999) y Mayer y Sussman (2001), entre otros, reportan importantes diferencias en los patrones de propiedad entre países pertenecientes a estos dos sistemas.
- 4.- Gran parte de los países europeos han seguido la iniciativa británica marcada por el Informe Cadbury y han redactado sus propios códigos de buen gobierno, como el Deutscher Corporate Governance Codex de Alemania, los Informes Vienot y Bouton de Francia, los Informes Olivencia y Aldama de España, o el Informe Peters de Holanda.
- 5.- Thakor (1993) ofrece una descripción detallada de las diferentes distorsiones en la decisión de inversión ocasionadas por las asimetrías de información.
- 6.- La influencia que ejercen las decisiones financieras en la explicación de la estructura de propiedad está documentada en Pindado y de la Torre (2006) para el caso español.
- 7.- Los resultados en Vogt (1994, 1997), Miguel y Pindado (2001) y Morgado y Pindado (2003), entre otros, revelan que infra y sobreinversión constituyen posibles orígenes de la sensibilidad de la inversión al cash flow dependiendo de las características que presente la empresa.



FEF

Fundación de Estudios Financieros



IEAF

Instituto Español de Analistas Financieros

CEVE

Certificado de

Experto en Valoración de Empresas

Formación

Certificación

**Registro Privado
de Profesionales**

**Próxima convocatoria
del curso preparatorio:
Febrero-Mayo 2008**

Información e Inscripciones:

Escuela de Formación de FEF/IEAF

www.fef.es

Avda de Brasil, 17. 28020 Madrid.

Tº: 91 598 75 50 E-mail: formacion@fef.es