

El gobierno de la empresa

Vicente Salas Fumás



Casos como el de Enron, que ocurre en un marco institucional en el que se supone existe la máxima protección para los accionistas, han puesto una vez más de actualidad el debate social sobre el gobierno corporativo. La separación entre propiedad y gestión de las empresas permite que inversores y directivos asuman las funciones que mejor se adaptan a sus preferencias y habilidades, contribuyendo así eficazmente a la creación sostenida de riqueza. Pero esta especialización conlleva un riesgo: que quien controla los recursos financieros invertidos (el directivo) aproveche en beneficio propio los fondos recibidos, en contra, incluso, de los intereses del propietario; con el agravante de que el riesgo natural del negocio es muy difícil de separar del riesgo de tomar decisiones intencionadamente contrarias al interés del inversor. El término «gobierno de la empresa» hace referencia al conjunto de mecanismos, internos y externos a la propia organización, establecidos para proteger a los inversores del riesgo de abuso una vez pierden el control sobre los recursos financieros que invierten. A la vez, permite aumentar su confianza en conseguir una rentabilidad satisfactoria, haciendo posible al mismo tiempo la gestión profesional de las empresas. En este volumen, Vicente Salas, catedrático de la Universidad de Zaragoza y uno de los más reconocidos expertos en este tema, expone las principales aportaciones y enfoques sobre este debate.

Colección Estudios Económicos

Núm. 29

El gobierno de la empresa

Vicente Salas Fumás
Universidad de Zaragoza

Edición electrónica disponible en Internet:
www.estudios.lacaixa.es



Servicio de Estudios

CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

Servicio de Estudios

Av. Diagonal, 629, planta 15, torre I
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.estudios.lacaixa.es
Correo-e: publicacionesestudios@lacaixa.es

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. La CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA no se identifica necesariamente con sus opiniones.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona "la Caixa", 2002
© Vicente Salas Fumás

ÍNDICE

	PÁG.
PRESENTACIÓN	5
<hr/>	
INTRODUCCIÓN	9
<hr/>	
I. LA PERSPECTIVA FINANCIERA Y LA PERSPECTIVA ESTRATÉGICA EN EL GOBIERNO DE LA EMPRESA	16
Introducción	16
1.1. Gobierno de la empresa y protección de los intereses financieros	17
1.2. Gobierno de la empresa y protección de las quasi-rentas	29
Conclusión	46
<hr/>	
II. PATRONES DE PROPIEDAD Y GOBIERNO: UNA PERSPECTIVA COMPARADA	48
Introducción	48
2.1. Propiedad y gobierno: diferencias entre países	49
2.2. Consecuencias de las diferencias observadas	59
2.3. El origen de las diferencias en sistemas financieros y de gobierno	63
2.4. ¿Convergencia entre sistemas?	65
Conclusión	71
<hr/>	
III. LOS INTERESES DE DIRECTIVOS Y TRABAJADORES	74
Introducción	74
3.1. Discrecionalidad de los directivos y conflicto de intereses con los accionistas	76
3.2. La retribución de los directivos: evidencias y discusión	80

	<u>PAG.</u>
3.3. La integración de los intereses de los trabajadores	101
Conclusión	109
<hr/>	
IV. EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN	112
Introducción	112
4.1. El consejo en el modelo anglosajón	113
4.2. El consejo en otros modelos de gobierno: Alemania y Japón	127
4.3. El consejo de administración en España	133
Conclusión	150
<hr/>	
V. INVERSORES RELACIONALES	154
Introducción	154
5.1. La inversión relacional en el debate americano sobre el gobierno de la empresa	155
5.2. Inversión relacional en Japón y Alemania	167
5.3. El caso español	181
Conclusión	194
<hr/>	
CONCLUSIONES	197
<hr/>	
BIBLIOGRAFÍA	204
<hr/>	

Presentación

La capacidad de implementar mecanismos que permitan a las personas desarrollar sus talentos y habilidades en las tareas para las que están más capacitadas, se ha demostrado muy importante para conseguir el progreso económico de cualquier país. Uno de los ámbitos donde la especialización y la posterior asignación eficiente de los recursos han transcurrido y transcurren con mayor dificultad es el de la propiedad y dirección de las empresas. Es obvio que tener riqueza personal suficiente para financiar las inversiones que requiere una empresa no implica que se tenga también la capacidad y la voluntad para dirigir la organización. Por otra parte, quienes poseen habilidades directivas pocas veces cuentan con la riqueza personal suficiente para financiar las inversiones.

Conseguir que inversores y directivos emprendedores asuman cada uno las funciones que mejor se ajustan a sus preferencias y habilidades supone un gran paso para la creación sostenida de riqueza. Pero la especialización crea un riesgo adicional al riesgo económico que acompaña a cualquier actividad empresarial, el riesgo de que quien va a controlar realmente los recursos financieros que se invierten, aproveche en beneficio propio los fondos recibidos y en contra de los intereses de su verdadero propietario. Con la agravante de que el riesgo natural del negocio es muy difícil de separar del riesgo de que se tomen decisiones intencionadamente contrarias al interés del inversor.

A través de los términos «gobierno de las empresas» se hace referencia al conjunto de mecanismos internos de la propia empresa (poder de voto e influencia efectiva de los accionistas, composición y funcionamiento del consejo de administración, sistema de retribuciones y carreras profesionales...) y externos a ella (mercados de capitales, de trabajo y de productos, leyes concursales, regulación pública...) a través de los cuales se busca proteger a los inversores de los riesgos de abuso una vez pierden el control sobre los recursos financieros que invierten, aumentando su confianza en conseguir una rentabilidad satisfactoria para las inversiones, y haciendo posible al mismo tiempo la gestión profesional de las empresas y el desarrollo de los talentos emprendedores. Casos como el de la empresa Enron, que ocurre en un marco institucional donde se supone que existe la máxima protección para los accionistas de las empresas, han colocado en el punto álgido del debate social el gobierno corporativo, pero el problema de fondo ha estado presente en toda la historia del capitalismo moderno.

En 1998, cuando el debate sobre el gobierno de las empresas era también muy intenso (códigos de buen gobierno, etc.), el Servicio de Estudios de "la Caixa" encargó al profesor Vicente Salas, catedrático de economía de la empresa de la Universidad de Zaragoza, un estudio sobre el tema que luego fue publicado en un documento de trabajo del Centre d'Economia Industrial. Teniendo en cuenta el enorme interés que suscita en estos momentos el problema de las relaciones entre inversores y directivos de las empresas y la vigencia de los planteamientos del profesor Salas, hemos decidido dar difusión a su estudio también a través de esta Colección de Estudios Económicos.

La obra que el lector tiene en sus manos incluye dentro de las preocupaciones del gobierno corporativo la protección de todos los interesados, financieros o no, que contribuyen con sus inversiones a hacer más competitiva la organización empresarial. Segundo, compara la diversidad de modelos de sistema financiero y gobierno empresarial vigentes en los principales países desarrollados y se pregunta sobre las fuerzas que impulsan la convergencia entre ellos y, tercero, revisa las investigaciones académicas que se han publicado en España, referidas a la realidad española, procurando destacar las ventajas y limitaciones detectadas en el modelo dominante en

nuestro país. Se trata, en suma, de cuestiones cercanas al fondo del problema que afrontan las sociedades desarrolladas sobre cómo conseguir que los mercados financieros se desarrollen y lleven a cabo la misión de controlar el uso del capital, pero sin ahogar la capacidad de iniciativa e innovación de los emprendedores, directivos y trabajadores en general. Confiamos, por consiguiente, que la difusión de este trabajo enriquezca el debate y la reflexión sobre un tema de tan amplio interés social.

Josep M. Carrau

Director del Servicio de Estudios

Barcelona, septiembre de 2002

Introducción

A pesar de la profusión con que se cita, no existe una definición comúnmente aceptada entre los economistas sobre qué se entiende por gobierno de la empresa. Así, por ejemplo, Shleifer y Vishny (1997), en un artículo elogiosamente valorado, escriben: «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 a sus inversiones». Zingales (1998), en cambio, define el gobierno de la empresa como «el conjunto de condiciones que configuran la negociación *a posteriori* sobre las quasi-rentas generadas por la empresa».

La primera de las definiciones se aproxima al significado más habitual de gobierno de la empresa, que hace referencia a los mecanismos a través de los cuales se consigue que las empresas sean gestionadas por sus equipos directivos en beneficio de los accionistas que aportan el capital necesario. En cambio, la segunda de las definiciones, más técnica, al no precisar cuál es el origen de las quasi-rentas no excluye la posibilidad de que correspondan a inversiones distintas de las estrictamente financieras, como, por ejemplo, las que realizan los trabajadores en su capital humano o los proveedores en su capital físico. El gobierno de la empresa nos remite ahora al dominio de todos los interesados (*stakeholders*) que intervienen en la acción colectiva de la empresa: accionistas, acreedores, clientes, trabajadores y sociedad en general.

Este libro reflexiona sobre el gobierno empresarial desde una perspectiva amplia, que incluye al conjunto de instrumentos e instituciones que se crean en una sociedad con el fin de lograr asignaciones eficientes de los recursos presentes y futuros. Eficiencia significa crear riqueza neta (resultante de descontar del valor de la producción los costes de oportunidad de los recursos empleados), mientras que con el horizonte temporal se quiere señalar la preocupación por la eficiencia estática (uso correcto de los recursos existentes) y por la eficiencia dinámica (acumulación creciente de recursos cada vez más productivos).

La economía confía la garantía del uso eficiente de los recursos y su acumulación en el tiempo a los mercados y de modo especial a la competencia que se genera en los mismos. Los mercados se refieren a productos y factores (trabajo, capital), a bienes y servicios y a derechos sobre su uso (como, por ejemplo, el derecho a decidir sobre el uso de los bienes que resulta de poseer la propiedad de los mismos). Ocurre, sin embargo, que la competencia en el grado de perfección que exige la teoría económica de los mercados competitivos, no siempre es factible. Asimetrías de información entre oferentes y demandantes, diferencias entre costes de producción y costes de oportunidad en presencia de inversiones específicas, límites en la racionalidad que impiden anticipar con precisión el futuro... crean condiciones que obligan a desviarse de los contratos propios de los mercados competitivos y a complementar los mismos con instituciones que promueven contratos de naturaleza distinta. Desde Coase (1937), la empresa se ha explicado por los economistas como uno de los mecanismos que complementan la función de los mercados, repartiéndose con ellos la función de acumulación y asignación de recursos. En este sentido, explicar las fronteras entre empresas y mercados forma parte también del gobierno de la empresa.

Para la sociología y la ciencia política, en cambio, los mecanismos de salvaguarda en las acciones colectivas distinguen entre «salida» y «voz»; Hirschman (1970). Las garantías y salvaguardas que proporciona el mercado equivalen a la opción de salida, pues la protección respectiva de los intereses de quienes participan en los intercambios proviene sobre todo de las posibilidades casi ilimitadas de sustituir entre los compradores y entre los vendedores. Cuando la opción de salida está limitada o resulta ineficaz, será nece-

sario recurrir al segundo mecanismo de protección, la voz. Pero, ¿cómo se concreta el ejercicio de la voz entre los múltiples participantes en una acción colectiva como la empresa? Es evidente que el sentido del término no es literal, sino que esconde un significado más operativo como es el de poder e influencia. La protección de intereses se consigue distribuyendo poder entre los participantes, juntamente con las oportunidades que ofrece la opción de salida.

La economía de los mercados competitivos no tiene en cuenta el poder porque no lo necesita, pues en ese caso la opción de salida proporciona suficiente protección. Cuando la opción de salida es ineficiente como salvaguarda, pero estamos en condiciones de plasmar en un contrato protegido por la ley todas las posibles contingencias y contrapartidas que surgirán mientras se desarrolle la acción colectiva, el poder se reflejará en cómo se distribuye la riqueza, pero no en la riqueza que se crea, que ahora dependerá sólo de la tecnología y los recursos. El ejercicio del poder tiene su importancia para la creación de riqueza (eficiencia) cuando la acción colectiva transcurre bajo un contrato ambiguo, que no prevé todas las contingencias que surgirán en el desarrollo de la transacción (contrato incompleto). En este tipo de contrato es necesario disponer de algún mecanismo que decida sobre lo no previsto de antemano o, más técnicamente, que asigne los derechos residuales de decisión. Williamson (1985) llama a este mecanismo *governance*, que traducimos por gobierno, y más tarde Hart (1995) relaciona explícitamente el gobierno de la empresa con la asignación de derechos residuales de decisión sobre sus activos distintos del capital humano.

La economía del gobierno empresarial tiene su origen en los contratos incompletos y en la relevancia del reparto del poder entre quienes se someten a ellos. Adviértase que poder tiene un significado muy concreto, pues se refiere exclusivamente a la asignación de derechos residuales de decisión. En el análisis están implícitos también los supuestos de información asimétrica e inversiones específicas que recortan la eficacia protectora del contrato con respaldo legal y de la opción de salida, respectivamente. Dotarse de «gobierno» consiste en proveer un mecanismo responsable de tomar las decisiones individuales y/o colectivas a que obligará el contrato abierto, según las contingencias que se vayan presentando. En la elección se tendrá en cuenta

que con la asignación de derechos residuales se reparte poder y a través del poder se protegen las quasi-rentas que, ex-ante, incentivan la cantidad y calidad de recursos que se ponen en común por cada participante.

En su corriente principal, la literatura sobre gobierno de la empresa ha hecho hincapié en los problemas contractuales que plantea la relación entre accionistas que intervienen en la acción colectiva para facilitar la asignación eficiente de riesgos, y los equipos directivos que se responsabilizan de las decisiones sobre utilización de los recursos disponibles. Estamos, pues, ante lo que Berle y Means (1932) documentan como separación entre propiedad y control de la gran empresa americana. El denominado paradigma o modelo de agencia, Jensen y Meckling (1976), ha inspirado el estudio económico de dicha relación, complementada recientemente con las aportaciones desde la teoría de los derechos de propiedad. Durante mucho tiempo, sobre todo por la influencia que han tenido en la literatura económica sobre el tema los trabajos de autores americanos, la resolución del conflicto de intereses entre accionistas y directivos se ha centrado casi exclusivamente en el carácter disciplinario del mercado de control, especialmente activo en Estados Unidos en determinadas épocas históricas; Manne (1965). Cuando el estudio del gobierno empresarial sale de Norteamérica y su área de influencia institucional, sobre todo el Reino Unido, constata que en otros países desarrollados, Alemania y Japón, el mercado de control apenas actúa, al menos tal como lo hace en Estados Unidos.

La constatación tiene un doble efecto: ampliar la perspectiva sobre el alcance del gobierno de la empresa más allá del mecanismo de salida propio del mercado de control, y abrir un debate dentro de Estados Unidos sobre la idoneidad o no del que se considera su mecanismo emblemático de gobierno empresarial. Hoy en día, el debate sigue abierto, aunque las crisis financieras de Japón y los países asiáticos, junto con el relativo estancamiento en el crecimiento de Alemania, han «revalorizado» el modelo americano de gobierno, si bien éste ha evolucionado en los últimos años para dar un mayor protagonismo a otros instrumentos de gobierno como el consejo de administración, la inversión relacional y los contratos de retribución de directivos. Voces autorizadas, como la de Michael Porter (1992), propugnan un acercamiento del modelo de gobierno anglosajón al dominante en otras latitudes como Alema-

nia y Japón, porque de este modo las empresas invertirán más en los intangibles necesarios para ser competitivas en los mercados globales. Jensen (1993), en cambio, considera que el problema principal que debe resolver el gobierno de la empresa en Estados Unidos es evitar el exceso de inversión que es posible gracias a la tesorería libre de las empresas. Por último, Miller (1997) opina que el modelo anglosajón es esencialmente correcto y que la eficiencia está asegurada en última instancia mientras los mercados sean suficientemente competitivos.

Contenido del libro

En su significado más estricto de «governance», dentro del ámbito de los contratos incompletos, el gobierno de la empresa se limitaría a los mecanismos de voz o poder a través de los cuales los colectivos de interesados protegen sus quasi-rentas, entendidas como rentas de inversiones específicas, pues surgen de la diferencia entre el coste de producción y el coste de oportunidad de los recursos puestos en común. Sin embargo, cuando queremos referirnos a los mecanismos que disciplinan las decisiones de asignación de recursos y las encauzan hacia la eficiencia, entonces dentro del gobierno incluimos también a la competencia en los mercados, incluido el mercado de control.

Este libro se ocupa principalmente de los mecanismos de gobierno en el sentido más estricto del término y, por tanto, excluye referencias extensas a la competencia en los mercados. Con ello no se pretende menospreciar la importancia de esta competencia para lograr el objetivo último de mejorar la eficiencia en la asignación de los recursos, sino acotar y reducir la extensión de contenidos.

El capítulo I revisa los mecanismos de gobierno (incluida la competencia en los mercados) haciendo una distinción entre aquellos que se asocian con la perspectiva financiera del gobierno de la empresa (relación entre directivos e inversores financieros) y aquellos que se asocian con la perspectiva estratégica (el gobierno como causa y consecuencia de la ventaja competitiva que persigue la empresa). El capítulo II contempla el gobierno de la empresa desde la comparación entre modelos dominantes en la estructuración

de las relaciones entre los colectivos de interesados que concurren en la empresa, con especial atención a las perspectivas de convergencia entre ellos.

El capítulo III inicia el estudio de mecanismos concretos bajo el epígrafe de la consideración de los intereses de los directivos y trabajadores de la empresa. En buena parte, el gobierno de la empresa debe dar respuesta a cómo diseñar los contratos entre inversores financieros y trabajadores, incluidos los directivos de la empresa, de lo cual el capítulo se ocupa con extensión. El capítulo IV está dedicado al consejo de administración y su papel en el gobierno de la empresa, especialmente cuando no existen accionistas significativos. Por último, el capítulo V se ocupa de la inversión relacional, es decir, del gobierno cuando existen inversores financieros que mantienen una relación estable y activa con la empresa.

El libro se escribe desde el análisis económico y con una orientación más positiva que normativa. Es decir, nuestro propósito es ofrecer elementos para una reflexión y debate acerca de la empresa, su papel en una organización social de mercado y los factores tecnológicos e institucionales que influyen en su estructuración interna, relaciones de poder, todo ello desde el objetivo último de mejorar las oportunidades de crear riqueza, pero sin entrar en juicios valorativos sobre su distribución. No se ofrecen, por tanto, recetas concretas sobre cómo una empresa debe diseñar sus mecanismos de gobierno, aunque esperamos que el marco conceptual desarrollado en el texto le ayude en esa decisión.

Un objetivo importante del texto es presentar los resultados de las principales investigaciones sobre propiedad y gobierno de la empresa realizadas en España. Con este fin, los capítulos II, III, IV y V hacen referencia en mayor o menor medida al caso español, juntamente con la explicación de las características básicas del mecanismo de gobierno respectivo en Estados Unidos, Alemania y Japón. A través de este formato de exposición se consigue una mejor perspectiva para valorar cuál es la posición relativa del gobierno de las empresas en España, entre los modelos que hasta ahora se han tomado como referencia.

Los materiales necesarios para escribir este libro comenzaron a seleccionarse con motivo de la preparación del curso sobre Gobierno de la Empre-

sa que impartí en la Universidad Internacional Menéndez y Pelayo en agosto de 1997. Quiero, por tanto, agradecer al Rector de esta Universidad, profesor José Luis García Delgado, su amable invitación a impartir el curso. Buena parte de estos materiales son fruto de investigaciones sobre el gobierno de la empresa española en que he colaborado en los últimos años, juntamente con otras personas, especialmente Carmen Galve y Enrique Giner, de la Universidad de Zaragoza; Rafael Crespi, Miguel A. García Cestona, Pere Ortín y Carles Gispert, de la Universidad Autónoma de Barcelona. Sin los trabajos realizados con ellos, este libro no se hubiera escrito. Igualmente meritoria ha sido la labor de Pilar López en la preparación del manuscrito.

I. La perspectiva financiera y la perspectiva estratégica en el gobierno de la empresa

Introducción

Este capítulo ofrece una panorámica general sobre el gobierno de la empresa, su significado y principales instrumentos con los que busca contribuir a mejorar la eficiencia de los recursos puestos en común a través de una acción colectiva que definimos genéricamente como empresa.⁽¹⁾

La exposición se divide en dos grandes apartados que se denominan, respectivamente, perspectiva financiera y perspectiva estratégica en el estudio de la empresa y su gobierno. En el primer caso, el problema de gobierno y sus instrumentos se circunscribe a la relación entre los inversores que proporcionan fondos financieros y los directivos que con sus decisiones influyen en los retornos esperados a cambio. Nos situamos por tanto en el ámbito de la definición de gobierno de la empresa propuesta por Shleifer y Vishny.

La perspectiva estratégica amplía las relaciones a todos los propietarios de recursos que de algún modo realizan inversiones y arriesgan las rentas que les corresponden por las mismas. El término «estratégica» se utiliza para resaltar que el diseño de los mecanismos de gobierno está supeditado a la ven-

(1) Durante los últimos años se ha publicado un gran número de trabajos económicos y jurídicos sobre el gobierno de la empresa, imposibles de reseñar de una forma exhaustiva. Citaremos como especialmente destacados Blair (1995), Hart (1995), Shleifer y Vishny (1997) y Zingales (1998). Chew (1997) contiene una recopilación de trabajos muy representativa del debate sobre el gobierno de la empresa a principios de los años noventa. La exposición posterior se basa en extracciones de todos ellos.

taja competitiva que la empresa desea potenciar para afianzar su presencia en el mercado.

En general, la sostenibilidad de las ventajas competitivas que permiten a la empresa generar rentas de eficiencia no transitorias, estará estrechamente condicionada por la disposición de los propietarios de recursos (trabajadores, clientes, accionistas, proveedores) a realizar inversiones específicas. Por lo tanto, la perspectiva del gobierno de la empresa propuesta por Zingales, «condiciones que configuran la negociación *a posteriori* las quasi-rentas generadas en la empresa», adquiere su máxima relevancia, pues las quasi-rentas aumentan con la especificidad de las inversiones.

1.1. Gobierno de la empresa y protección de los intereses financieros

La corriente principal de la literatura sobre el gobierno de la empresa centra su atención en los mecanismos implantados con el propósito de proteger las rentas y el capital de los inversores que participan en la acción colectiva de la empresa, y, de este modo, contribuir a la asignación eficiente de riesgos y a superar las restricciones individuales de riqueza.

La actividad productiva necesita con frecuencia recursos que llamamos de inversión porque su vida de uso se prolonga durante varios períodos de tiempo. El valor de estos recursos y las rentas que ex-ante se han previsto sirven de garantía para las contrapartidas pactadas con el resto de propietarios de recursos, por lo que aquellos que han aportado los fondos necesarios para financiar las inversiones decimos que asumen el riesgo de la actividad, pues sus contrapartidas son las más inciertas *a priori*. Al propietario o propietarios de estos recursos también se les atribuye la propiedad de la empresa, que se extiende a los activos tangibles e intangibles que la integran, y deciden sobre la asignación de los recursos según las contrapartidas pactadas con el resto de propietarios (trabajadores, proveedores, clientes, sociedad en general).

Diversas razones pueden justificar la especialización o separación entre quienes participan en la acción colectiva de la empresa para resolver las necesidades de fondos financieros al mismo tiempo que se asignan eficiente-

mente los riesgos, y quienes lo hacen para llevar a cabo la función supervisora: el número de inversores financieros es muy grande y no es eficaz articular un mecanismo de decisión colectiva para administrar los recursos y tomar decisiones cotidianas; cada partícipe tiene unos costes de oportunidad elevados que le desaniman a asumir la función de supervisión; los partícipes financieros no tienen cualificaciones y habilidades para desempeñar la función de supervisión y dirección, siendo recomendable confiarlas a una persona que sí las posee; quien tiene las habilidades-cualificaciones no dispone de patrimonio personal suficiente para financiar la inversión y diversificar los riesgos.

Cuando esto ocurre surge un nuevo problema contractual entre los partícipes financieros y los partícipes que deciden sobre la utilización de los fondos monetarios, dentro del problema más amplio de utilización eficiente de todos los recursos disponibles. Este problema se ha tipificado en la literatura como problema de agencia (véase recuadro 1.1). Más recientemente, Hart (1996) apunta las limitaciones del paradigma de agencia y ofrece una perspectiva más amplia. En este sentido, reconociendo el carácter incompleto del contrato entre financieros y directivos, Hart afirma que «la estructura de gobierno asigna los derechos residuales de decisión sobre los activos de la empresa distintos del capital humano; es decir, el derecho a decidir sobre estos activos cuando no se han especificado usos concretos para ellos en el contrato inicial». Los criterios bajo los cuales debe hacerse esa asignación de derechos y, en general, el diseño del sistema de gobierno, incluyen «asegurar una retribución adecuada a los fondos financieros recibidos», Shleifer y Vishny (1997) o bien «hacer converger los intereses de los directivos con los de los accionistas y asegurar que, en última instancia, las empresas se gestionan en beneficio de los accionistas», Mayer (1996).

Recuadro 1.1. El problema de agencia

(Jensen y Meckling, 1976)

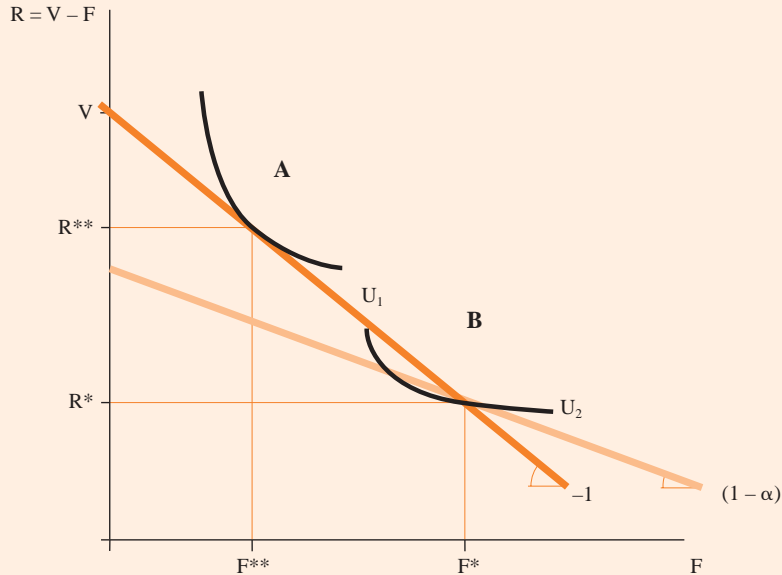
Supóngase un empresario, propietario del 100% del capital de su empresa, que desea colocar una proporción α de ese capital en el mercado, reteniendo el $(1 - \alpha)$ por cien restante así como la gestión de la compañía. Este empresario puede destinar los beneficios de la empresa a dividendos o bien destinarlos a consumo en el trabajo en forma de beneficios no pecuniarios. Cada unidad monetaria de consumo en el trabajo es una unidad monetaria que se detrae de los dividendos y por tanto del consumo fuera del trabajo.

Llamamos V al valor presente de los beneficios de la empresa cuando el consumo en el trabajo es 0 y F el valor presente del consumo en el trabajo, de manera que $V - F$ es la riqueza R , del empresario. Si las preferencias por consumo dentro y fuera de la empresa determinan la función de utilidad $U(R, F)$, el reparto de V entre consumo dentro y fuera de la empresa, mientras el empresario tiene el 100% del capital, se determina por el punto A del gráfico 1.1.

*Pero, ¿cuál será el reparto después de colocar $\alpha\%$ del capital en el mercado? La respuesta depende de qué le ocurra al consumo en la empresa después del reparto accionarial. Cuando el empresario posee $(1 - \alpha)$ por cien del capital, el coste marginal de consumir en la empresa es sólo $(1 - \alpha)$, el resto α se lo sustrae a los inversores externos. Por lo tanto, el consumo ahora será mayor porque es más barato y ello repercutirá en un menor valor de la empresa. Si los inversores externos no han anticipado este cambio en el consumo al suscribir las acciones pagarán $\alpha(V - F^{**})$ por algo que sólo vale $\alpha(V - F^*)$, siendo F^* el consumo cuando el empresario posee $(1 - \alpha)$ por cien del capital. En cambio si los inversores externos anticipan que F aumenta, sólo pagarán $\alpha(V - F^*)$ por las acciones y se produce una pérdida en la riqueza del empresario, punto B en el gráfico 1.1.*

Gráfico 1.1

PROBLEMA DE AGENCIA: REPRESENTACIÓN GRÁFICA



La teoría clásica de la agencia supone que los inversores son racionales y la pérdida de riqueza se repercute siempre en el empresario. Precisamente por ello éste, cuando coloca el capital en el mercado, procurará dar las máximas garantías a los inversores externos de que su consumo después del reparto accionarial, continuará en F^{**} . Si consigue hacer creíble la promesa se evitará el coste de agencia $R^{**} - R^*$. Desde esta perspectiva, el empresario-propietario inicial cuando abre la empresa al mercado de capitales tiene el máximo interés en elegir un sistema de gobierno para la sociedad que evite la pérdida de riqueza $R^{**} - R^*$. La eventual expropiación de riqueza a los accionistas externos queda excluida y por tanto el sistema legal no debe preocuparse de ello. Lo único que éste debe hacer es facilitar al máximo la elección de las reglas de gobierno por el empresario y así maximizar su riqueza.

El origen del gobierno de la empresa en la especialización entre quienes la financian y quienes la dirigen no sólo se establece en la literatura económica sino también en el ámbito del derecho. Así, Romano (1996) escribe, «la responsabilidad fundamental del derecho de sociedades es proporcionar un marco de instituciones de gobierno que atenúe los problemas de agencia que surgen de la separación entre propiedad y control en la empresa moderna. Existen varias instituciones que tratan de resolver tales problemas, todas ellas reguladas jurídicamente: derechos de los accionistas en la elección de los miembros del consejo de administración (responsable de elegir al equipo directivo y decidir sobre su retribución); responsabilidades de los administradores frente a los accionistas; exigencias de información externa y restricciones al uso de información privilegiada; mercado de control corporativo». Es preciso señalar, no obstante, que Romano escribe sobre gobierno de la empresa y derecho de sociedades desde la perspectiva del modelo de empresa y del sistema legal societario anglosajón, el cual considera a la empresa una entidad legal y centra su atención en la relación entre ella y los inversores financieros.⁽²⁾

El conflicto de intereses entre inversores financieros y equipo directivo y la imposibilidad de redactar contratos completos para resolverlo requieren disponer de mecanismos para controlar la discrecionalidad del equipo directivo, habida cuenta su papel central en las decisiones de asignación y uso de los recursos financieros recibidos y generados internamente. Seguidamente revisamos brevemente los principales mecanismos de control propuestos para ese fin: consejo de administración, la junta de accionistas, los accionistas significativos, el mercado de control, la estructura financiera y la competencia en los mercados.

Consejo de administración

Los accionistas eligen a un conjunto de personas para que, en su nombre, supervisen al equipo directivo y ratifique sus decisiones más importantes. Surge así la figura del consejo de administración como órgano interme-

(2) Bergloff (1997) relaciona estructuras de gobierno con el derecho de sociedades vigente en cada país.

dio entre accionistas y directivos, que en algunas situaciones extremas puede llegar incluso a sustituir en sus funciones al equipo directivo.

El consejo tiene una importante labor a realizar, pero en la práctica se enfrenta a serias dificultades para realizarla. Entre sus miembros se distinguen dos grupos principales, el de los directivos o internos (con un empleo permanente en la empresa) y el de los consejeros no ejecutivos o externos. En principio es de esperar que sean estos últimos los que realicen la labor de supervisión, pero también es posible que no sean especialmente diligentes a la hora de llevarla a cabo, por diversos motivos. Primero, porque si no tienen unos intereses financieros significativos en la empresa, la repercusión personal de una mejora en los resultados de la empresa será muy pequeña, lo cual unido al coste de oportunidad, en general alto al ser personas muy ocupadas, de realizar la supervisión, el tiempo que emplearán en informarse sobre la marcha de la organización será muy escaso. Segundo, porque tal vez los consejeros externos deben su condición de consejeros a que fueron propuestos por el equipo directivo, dependiendo también de la decisión de los directivos actuales su continuidad futura en el consejo; en estas condiciones de «gratitud» difícilmente se puede realizar una supervisión efectiva.

En muchos países, la presumible crisis de gobierno que han sufrido las empresas, puesta de manifiesto en unos pobres resultados para sus accionistas, se ha atribuido precisamente a un deficiente funcionamiento del consejo de administración. A partir de ese diagnóstico se han impulsado iniciativas tendentes a reforzar el papel del consejo como mecanismo que debe velar por los intereses de los accionistas ejerciendo una estricta supervisión del equipo directivo. Las más visibles de estas iniciativas han sido los «códigos de buenas prácticas de gobierno empresarial», entre los que el redactado por el Comité Cadbury en el Reino Unido es el pionero y el más influyente sobre los códigos posteriores.

Los códigos de buenas prácticas recomiendan cambios en la composición de los consejos de manera que aumente en ellos la presencia de consejeros externos, es decir, distintos de aquellos que pertenecen al consejo por su condición de directivos de la empresa. Especial eco ha tenido recomendar la figura del consejero independiente, no sólo ajeno al equipo directivo sino a

cualquier relación mercantil con la sociedad, y a quien se encarga la participación más activa en la supervisión del equipo directivo. Una segunda característica destacable de los códigos de buenas prácticas es su apuesta casi generalizada por la maximización del valor de las acciones y la creación de valor para el accionista, como misión última de la empresa societaria. La supervisión, evaluación y retribución del equipo directivo se harán atendiendo a este objetivo supremo.

Junta de accionistas

Cuando el consejo de administración no realiza correctamente la función de supervisar a los directivos, los accionistas tienen la oportunidad de reemplazar los miembros actuales por otros nuevos. Para ello, el accionista o accionistas disidentes pueden presentar una moción en la junta general de accionistas censurando a los administradores actuales, proponiendo otros distintos e invitando a otros accionistas a que apoyen su propuesta de cambio.

Estas iniciativas encuentran, no obstante, dificultades para conseguir los objetivos deseados de disciplina para el equipo directivo, por varias razones. Primero, existe un grave problema de pasajero sin billete. Los accionistas disconformes soportan los costes iniciales de descubrir que efectivamente la empresa obtiene unos pobres resultados y de poner en marcha la iniciativa que debe llevar a la sustitución del consejo actual. En contraste, los beneficios de mejorar la gestión repercuten a favor de todos los accionistas por medio de un precio más alto de las acciones. Dada esta situación, un pequeño accionista puede perfectamente llegar a la decisión racional de renunciar a poner en marcha el proceso de cambio, a pesar de que dicho cambio sea socialmente deseable.

Segundo, incluso cuando la iniciativa dirigida a cambiar el consejo llega a la junta, los accionistas tienen escasos incentivos para sopesar la decisión sobre a quien favorecer con su voto, pues su voto individual raramente será decisivo para el resultado final. Una regla de decisión razonable es dar el voto al equipo actual, por aquello de «más vale malo conocido que bueno por conocer». Por último, el derecho de sociedades otorga a los directivos dis-

crecionalidad para poder utilizar recursos de la empresa en defender su posición a través de influir en la composición del consejo, lo cual también refuerza la posición del consejo existente.

Accionistas importantes

Puesto que los pequeños accionistas tienen escasos incentivos para supervisar a la dirección y/o lanzar iniciativas de cambio en el consejo a través de la junta de accionistas, la solución puede pasar por una estructura accionarial concentrada, con uno o varios accionistas importantes. Llevado al extremo, esto supondría eliminar el problema generado por la separación entre propiedad y control por medio de que un accionista posea el 100% de las acciones. Sin embargo, esta propuesta tiene también sus limitaciones porque supone perder los beneficios que proporciona la diversificación de la cartera de inversiones del accionista, diversificación que se busca precisamente cuando se colocan las acciones en el mercado.

Cuando el accionista importante posee menos del 100% de las acciones de la empresa, los problemas de agencia se alivian pero no se resuelven del todo. En primer lugar el accionista no realizará la supervisión eficiente porque con sus intervenciones recibe menos del 100% de los beneficios. Segundo, el accionista puede usar el poder de voto para mejorar su situación particular en detrimento de otros accionistas. Por último, si el accionista importante es una institución (fondo de pensiones, empresa, banco...), los accionistas de esta institución deben contratar a una persona física para que actúe en su nombre, lo cual introduce un nuevo problema de agente-principal, pues el representante de la institución puede tener intereses propios no siempre coincidentes con los de su representado.

Tomas de control hostiles

En todos los mecanismos descritos hasta ahora aquellos que incurren en los costes necesarios para mejorar la dirección, reciben a cambio una parte relativamente pequeña de las ganancias. La toma de control hostil constituye, en principio, un poderoso mecanismo para disciplinar a la dirección,

pues posibilita que alguien que identifique una compañía con pobres resultados, obtenga a cambio una recompensa elevada.

Considérese una empresa que vale v bajo la dirección actual, pero si se mejora la gestión puede valer $v+g$. Si alguien descubre esta situación puede conseguir una ganancia de g comprando la empresa por v y reemplazando al actual equipo directivo. Por lo tanto el que toma el control con la compra de la empresa captura el 100% de las ganancias de su iniciativa, sin tener que compartir nada con el resto de accionistas.

En la realidad, las tomas de control hostiles pueden ser menos rentables de lo que sugiere el argumento anterior.⁽³⁾ En primer lugar existe un nuevo problema de pasajero sin billete. El pequeño accionista que cree que con su decisión de no aceptar la oferta de compra no va a influir en el éxito final de la operación, tiene un incentivo a no aceptar la oferta, pues si efectivamente se culmina la toma de control y retiene las acciones capturará una parte de g . De hecho, si todos los accionistas actúan del mismo modo, y el derecho de sociedades no permite a quien realiza la oferta expropiar, al menos parcialmente, a los accionistas minoritarios que no venden, entonces se demuestra formalmente que sólo llegarán a término las ofertas de compra con un precio igual a $v+g$, es decir, al valor de la empresa con la nueva dirección. Esto significa, naturalmente, que el potencial comprador no consigue beneficio alguno y de hecho obtiene pérdidas, pues debe hacer frente a los costes ex-ante de identificar a la empresa objetivo y lanzar la oferta. En otros casos, la competencia vendrá de otros compradores que se ponen en alerta cuando se hace la primera oferta y reaccionan con otra superior; la sucesión de ofertas de compra elevará el precio hasta $v+g$ y de nuevo se diluyen los potenciales beneficios de la operación.

Segundo, el potencial comprador puede encontrarse con la respuesta del equipo directivo que, ante el anuncio, real o inminente, reacciona para soltar el lastre que causa la posible ineficiencia (vendiendo las partes menos rentables de la empresa o endeudándose para fortalecer su compromiso con una mejor gestión en el futuro). El valor de la empresa para los accionistas

(3) Un análisis técnico detallado de este argumento puede encontrarse en Grossman y Hart (1980).

aumenta y previsiblemente rechazarán la primera oferta, obligando al comprador a realizar otra con un precio superior. El proceso puede llevar de nuevo al precio $v+g$ para que la oferta prospere; entonces los accionistas actuales ganan, pero los beneficios del comprador se reducen. Ante tal expectativa es probable que se desanime a poner en marcha la oferta desde un principio.

Estructura financiera

La aportación de fondos monetarios que los inversores realizan a la empresa puede contratarse a través de diferentes instrumentos financieros; por ejemplo, en forma de acciones o en forma de deuda. Las acciones otorgan poder a los titulares para intervenir en cualquier momento, por los cauces establecidos, en la marcha de la empresa, incluso cuando las cosas van bien. A cambio, las contrapartidas monetarias son las más inciertas, pues sus titulares tienen la condición de beneficiarios residuales (sólo reciben lo que resta del patrimonio de la empresa una vez se han satisfecho el resto de compromisos contraídos). La deuda, en cambio, tienen unas contrapartidas pactadas de intereses y devolución del principal a lo largo del tiempo, pero sus tenedores sólo pueden intervenir en la marcha de la empresa cuando se incumple el compromiso contraído.

Entre otros efectos, la deuda reduce los fondos de libre disposición por parte del equipo directivo, pues una parte de la tesorería que se genera debe inexcusablemente destinarse a pagar intereses y devolver principal. Si los proyectos de inversión necesitan más fondos de los internamente disponibles después de pagar intereses y principal, la dirección de la empresa deberá acudir al mercado en busca de los fondos adicionales; los inversores estudiarán los proyectos y decidirán financiarlos sólo cuando anticipen un valor presente positivo, es decir, sólo si aumentan el valor de la empresa. Se asegura así que el crecimiento de la empresa es compatible con la creación de valor. Una empresa más endeudada que otra, *ceteris paribus*, transmite al mercado un mensaje de mayor compromiso con reducir holguras innecesarias y orientar los esfuerzos a la maximización de los recursos generados.

Cuando se incumple el contrato de deuda, especialmente si el número de acreedores es elevado, será necesario organizar un proceso estructurado de

reestructuración y/o liquidación previsto en la legislación de quiebras y suspensiones de pagos. Este proceso no siempre acelera suficientemente la restauración de los derechos de los acreedores, dando a veces ventajas a los accionistas y a la dirección, lo cual actúa en detrimento del papel disciplinario de la deuda. El preservar una parte al menos de los derechos de los accionistas-directivos mientras se reestructura la empresa estaría justificado por el deseo de evitar una liquidación precipitada, y a veces socialmente ineficiente, de los activos, poniendo en peligro su continuidad.

La deuda puede ser un instrumento disciplinario de las acciones discrecionales del equipo directivo tanto o más poderoso que los habituales sistemas de incentivos, como, por ejemplo, la retribución en acciones de la empresa. Con las acciones, mayor eficiencia en la gestión recibe como premio una ganancia de capital, pero difícilmente el número de acciones que posee el directivo será suficiente como para que la ganancia compense los beneficios pecuniarios y no pecuniarios de aumentar el tamaño de la empresa. Más efectivo será, en general, exponer al directivo el riesgo de tener que entregar el control de la empresa por incumplir compromisos adquiridos, como, por ejemplo, el pago de la deuda.

Competencia en el mercado de productos y carrera de los directivos

La discrecionalidad de los directivos para perseguir objetivos propios, en detrimento de los resultados de los accionistas, dependerá no sólo de la eficacia de los mecanismos de supervisión interna (consejo) y externa (mercado de control), sino que se verá influida también por las restricciones que sobre esa conducta impone la competencia en el mercado de productos así como la preocupación del equipo directivo por preservar y a ser posible aumentar el valor de su capital humano en el mercado de habilidades directivas.

En un mercado altamente competitivo, la supervivencia de la empresa, y por tanto el mantenimiento del puesto de trabajo por el equipo directivo, dependen de la capacidad para satisfacer las necesidades de los clientes al mínimo coste, pues los precios se ajustan rápidamente hacia los niveles de costes unitarios más bajos entre todos los oferentes que actúan en el merca-

do. Las holguras en las que se mueve la empresa son escasas y si existe algún excedente financiero transitorio es necesario reinvertirlo en la mejora permanente de la calidad, el servicio y el coste. Si el precio lo fija la competencia en el mercado, la búsqueda del mínimo coste para satisfacer la condición de supervivencia equivale a la maximización del beneficio, y, por lo tanto, la dirección de la empresa se ve forzada a alinear sus decisiones y comportamientos con los objetivos e intereses de los accionistas simplemente como respuesta a las presiones de la competencia.

Es de esperar, por tanto, que el problema de gobierno por el conflicto de intereses entre inversores financieros y equipo directivo surja cuando la competencia en el mercado de productos es escasa y la empresa en cuestión tenga una cierta posición de dominio que le proporciona holgura y discrecionalidad. En cierto modo, el sistema de gobierno puede contemplarse como un sustituto de la competencia, en tanto en cuanto a través de él se busca someter al equipo directivo a unas tensiones similares a las que se ve sometido en un mercado de productos altamente competitivo (mercado que además ofrece muchas referencias a los accionistas con las que poder comparar los resultados de la propia empresa).

La preocupación del equipo directivo por revalorizar su capital humano constituye de hecho una restricción poderosa a su discrecionalidad, pues en última instancia serán otros accionistas los que decidirán la retribución a percibir si, por alguna razón, se encuentra de nuevo ofreciendo sus servicios en el mercado de habilidades directivas. Excepto cuando las ganancias de abusar de la confianza que le ofrecen los accionistas al encargarle la gestión de la empresa sean extraordinariamente altas, en relación al valor de la reputación por actuar en nombre y a favor de los accionistas, en el resto de los casos el directivo profesional deseará favorecer a los accionistas, pues con ello maximiza las oportunidades de mejorar su salario futuro.

Desde esta perspectiva, la mayor parte de las veces los pobres resultados de la empresa no se deberán tanto a la actuación fraudulenta del equipo directivo sino a circunstancias externas desfavorables (que podrán tenerse en cuenta haciendo evaluaciones relativas del desempeño del equipo directivo, pues es previsible que afecten por igual a otras empresas) o a un desfase entre

las habilidades directivas que exige la competencia para alcanzar el éxito en el mercado, y las habilidades de que realmente está dotada la dirección. Por lo tanto, una labor importante del consejo de administración será valorar las habilidades de la dirección y compararlas con las que exige la dinámica competitiva y tomar las medidas pertinentes.

1.2. Gobierno de la empresa y protección de las quasi-rentas

El paradigma de separación entre propiedad y control (relación de agencia entre inversores financieros y directivos) justifica un gobierno empresarial basado en la premisa de que un gran número de pequeños inversores que aportan fondos para financiar los activos tangibles e intangibles, son vulnerables a la expropiación de su capital por parte de los directivos con amplios poderes de decisión en la gestión cotidiana de la empresa. Implícita en esta premisa está otra según la cual el resto de propietarios de recursos tienen protegidas las contrapartidas pactadas en los contratos, bien legalmente o bien a través del ejercicio de la opción de salida y empleo alternativo de los recursos al coste de oportunidad.

La presencia de inversiones específicas por parte de propietarios de recursos, como los trabajadores, proveedores y clientes, que participan con los inversores financieros y el equipo directivo en la acción colectiva, cambia la situación en el sentido de que aumentan los propietarios de recursos con quasi-rentas susceptibles de expropiación. Limitaciones en la información verificable necesaria para que el sistema legal proteja los contratos, impiden utilizar esta vía de protección para las contrapartidas pactadas. La opción de salida tampoco es suficiente protección porque el coste de oportunidad es menor que el coste de producción de los recursos empleados, siendo la diferencia precisamente el coste atribuible a la inversión específica realizada en el pasado para disponer de los servicios que se prestan con los recursos en el presente. Esta diferencia, conocida como quasi-renta, es pues susceptible de expropiación y si quienes se exponen a ella perciben ex-ante una posibilidad de que tal expropiación pueda ocurrir en el futuro, renunciarán a realizar la inversión específica o ésta será muy inferior a la que se haría si se dan garantías suficientes.

Recuadro 1.2. Rentas y quasi-rentas

La presencia de inversiones específicas transforma las relaciones entre compradores y vendedores en los mercados. Los conceptos de rentas y quasi-rentas ayudan a entender esta transformación y sus consecuencias.

Supongamos un proveedor que va a producir un producto para el cliente. Sea TVC el coste variable anual de producción, I la inversión total en la planta de producción y r el coste del capital en tanto por uno. El coste total de producción es por tanto,

$$CT = TVC + rI$$

La elección del proveedor por el cliente se ha realizado a través de una subasta competitiva en la que el cliente se ha asegurado ex-ante el suministro a un precio p igual al coste, es decir:

$$p = CT = TVC + rI$$

La planta está especializada para satisfacer las necesidades del cliente, de tal manera que el proveedor tiene escasas posibilidades de usos alternativos. Esta falta de oportunidades se traduce en un valor alternativo de la inversión $S < I$. Por lo tanto, «una vez realizada la inversión» el precio mínimo a partir del cual el proveedor estaría dispuesto a suministrar al cliente será su coste de oportunidad ex-post igual a:

$$p_{\min} = TVC + rS$$

Llamamos «quasi-renta del proveedor» a su beneficio después de la inversión calculado sobre el coste de oportunidad en ese momento, es decir:

$$\text{quasi-renta proveedor} = p - TVC - rS$$

o bien, si $p = TVC + rI$, como resultado del proceso competitivo ex-ante:

$$\text{quasi-renta proveedor} = r(I - S)$$

La quasi-renta se produce porque $I > S$, es decir, la especificidad de la inversión significa que su valor económico es mayor en el uso para el que inicialmente se realizó que en usos alternativos.

La renta, en cambio, es igual a la diferencia entre el ingreso y el coste de producción, es decir:

$$\text{renta del proveedor} = p - TVC - rI$$

Cuando la atención a las inversiones específicas se generaliza, la perspectiva financiera que domina en el problema de gobierno concebido como problema de agencia, deja paso a una perspectiva estratégica, en el sentido de que el gobierno de la empresa debe de ser compatible con los incentivos a estimular la inversión en los recursos específicos sobre los que se asienta la ventaja competitiva buscada. C. K. Prahalad (1997), uno de los principales expertos en el tema de la estrategia empresarial, plantea la cuestión del siguiente modo:

«La prioridad de los accionistas era claramente una visión válida de la gran empresa cuando el recurso escaso era el capital. En las épocas en que el acceso al capital era esencial para conseguir grandes economías de escala en fabricación, la habilidad para conseguir y asignar capital de forma efectiva era la característica definitiva de una alta dirección superior. En este momento de la historia, existía una amplia oferta de trabajadores, clientes y proveedores indiferenciados; el capital, en cambio, era un recurso con oferta limitada.

Pero el mundo ha cambiado (...). Aunque el capital continúa siendo un ingrediente necesario, el acceso a talento especializado (trabajo), y a una especializada infraestructura de proveedores (incluida la tecnología), se han convertido en factores mucho más importantes para que las empresas compitan satisfactoriamente en mercados cada vez más sofisticados y globales.» (página 51).

A partir de la premisa de que las ventajas competitivas de las empresas dependen hoy de la capacidad para gestionar adecuadamente sus relaciones con los cuatro mercados y no sólo con los financieros, Prahalad se distancia de considerar el gobierno de la empresa un problema de agencia entre directivos e inversores financieros, y propone, en cambio, una perspectiva de creación de riqueza para lo cual «los altos directivos deben equilibrar de forma consistente las demandas de todos los interesados y estar sometidos a las disciplinas de cuatro mercados distintos: mercados de productos (clientes), mercados de trabajo (talento especializado), el mercado de tecnología (proveedores) y el mercado de capital (inversores)» (página 56).

La empresa ya no se polariza en los inversores financieros y sus prioridades, con lo cual el gobierno de la misma se debe plantear desde una perspectiva más amplia, como, por ejemplo, la que sugiere Kester (1992): «El principal problema del gobierno de las empresas es definir sistemas especializados de incentivos, salvaguardas y sistemas de resolución de conflictos que promueven la continuidad de las relaciones eficientes dentro del negocio, en presencia de comportamientos aprovechados».⁽⁴⁾

La presencia de inversiones específicas altera también la naturaleza de los contratos que regulan las transacciones entre los propietarios de recursos. Con tales inversiones se fomenta la estabilidad⁽⁵⁾ y la repetición en el tiempo de los intercambios y transacciones, lo cual favorece que emerja una superestructura de relaciones más o menos informales entre todos los partícipes en la acción colectiva. Influencias desde la cultura, la confianza, la reputación, la presión social en general sirven de restricciones a la aparición de conductas aprovechadas, de tal manera que los contratos relacionales suplen en muchos casos ventajosamente a los contratos formales y explícitos. En algunas ocasiones, los contratos relacionales serán los únicos viables debido a los altos costes de transacción que acarrearía el contrato con respaldo legal; de ser así, algunas características del sistema de gobierno tendrán que adaptarse para que tales contratos relacionales sean realmente factibles.

(4) En esta misma línea se pronuncia Zingales (1998), Hart (1995), capítulos 1-4, elabora los fundamentos teóricos de la teoría de los derechos de propiedad y sus implicaciones para el diseño de mecanismos de gobierno.

(5) La estabilidad puede ser deseable para contribuir a que se desarrollen conocimientos específicos y facilitar la puesta en práctica de rutinas organizativas.

De acuerdo con lo dicho, el impulso a la acumulación de inversiones específicas por los diferentes propietarios de recursos se produce sobre todo cuando las condiciones de demanda (preferencias de los clientes) y de tecnología (manufactura modular, menores costes de comunicación y transporte) obligan a desplazar la ventaja competitiva sostenida desde los menores costes que proporciona la economía de escala, hacia la diferenciación, servicio, innovación, calidad y productividad, que exige la ventaja competitiva de proporcionar valor a unos clientes cada vez más exigentes. Es de esperar que muchas empresas parten inicialmente de un modelo de gobierno inspirado y regulado a partir del «paradigma de agencia» en la relación entre directivos e inversores financieros. La pregunta es entonces, ¿son compatibles los mecanismos de gobierno inspirados en la perspectiva financiera con las exigencias que plantea la perspectiva de estrategia competitiva?; si existe conflicto, ¿cómo debe resolverse, por la propia iniciativa de las empresas o a través de nuevas normas legales?

Veamos, desde una perspectiva positiva, los principales mecanismos puestos en marcha para resolver el problema de gobierno con inversiones específicas, dirigidos fundamentalmente a proteger las quasi-rentas de dichas inversiones y asegurar así los incentivos ex-ante a llevarlas a cabo. Se recordará también que en buena parte esa protección se basa en contratos implícitos o relacionales a los que hay que complementar y reforzar. Así como en la perspectiva financiera los mecanismos de control desplegados por los inversores para restringir las decisiones de los directivos se han tomado de la práctica del gobierno empresarial en los países anglosajones donde está más extendida, con inversiones específicas recurriremos a las prácticas de gobierno en Alemania y Japón.

Accionistas importantes

La viabilidad de los contratos relacionales requiere, en general, poder identificar a quienes participan en ellos, pues de este modo se activan los mecanismos reputacionales que sustentan la confianza mutua. Una estructura accionarial dispersa, con accionistas anónimos que entran y salen libremente de la relación, incumple la condición de identidad y hace inviable el

compromiso y la confianza propios del contrato relacional. Por el contrario, una propiedad concentrada con accionistas significativos y estables se adecua mejor a las condiciones que exige la viabilidad de los contratos implícitos.

Esto significa que la concentración accionarial no sólo se explica en función de proporcionar los incentivos para ejercitar una supervisión efectiva de los inversores financieros sobre el equipo directivo, sino que obedece también a las exigencias de activar el mecanismo de reputación y confianza propios de los contratos implícitos. La combinación de inversiones específicas e incertidumbre, que impide redactar contratos explícitos por sus elevados costes de transacción, explica que se adopten estructuras de propiedad donde se personalizan los socios inversores y se fomenta el compromiso y la estabilidad a largo plazo. Las estructuras concentradas dan soporte a los contratos implícitos donde cada partícipe en la acción colectiva empeña su palabra en «actuar ante lo imprevisto respetando los intereses legítimos de los demás».

Sin embargo, la personalización y el compromiso de quienes participan en las transacciones no son condición ni necesaria ni suficiente para los contratos implícitos. La confianza, entendida como atribuir buena fe en la conducta de los demás⁽⁶⁾ es, a veces, el resultado de una determinada cultura colectiva. En segundo lugar, y a pesar de la personalización, los contratos implícitos se pueden incumplir porque, por ejemplo, cambios externos alteran la relación entre beneficios y costes de romper el acuerdo a favor de los primeros. Además, con los accionistas importantes se pierden oportunidades para conseguir una eficiente asignación de riesgos, tal como ya se remarcó anteriormente.

Participaciones accionariales cruzadas

La preservación de los incentivos a la inversión al capital humano específico puede justificar, entre otras razones, la ubicación de los activos físicos, necesarios para la producción y venta, en varias empresas que mantienen una relación de clientes y proveedores entre sí. Los contratos implícitos que regulan las relaciones entre estas empresas se refuerzan si, a través de

(6) En cuanto que esa conducta puede afectar al bienestar propio.

participaciones accionariales cruzadas, las diferentes empresas que intervienen en la cadena de valor comparten entre sí los beneficios y costes de todas ellas. El resultado es una estructura empresarial de grupo o red que aglutina a empresas que mantienen una estrecha relación productiva y comercial, aunque no exclusiva. Las participaciones cruzadas se extienden a los bancos como proveedores de fondos financieros. Como corolario de lo dicho acerca de los accionistas significativos, las participaciones cruzadas se suponen estables en el tiempo.

Los incentivos a romper el contrato con, digamos, clientes y proveedores, para beneficiar con ello a los accionistas, o tomar prestado dinero para invertirlo en un proyecto de alto riesgo con el propósito de nuevo de favorecer a los accionistas en detrimento de los bancos, quedan atenuados cuando los accionistas perjudicados por tales operaciones son los principales accionistas de la compañía. Ayudar a las empresas en dificultades a superar problemas financieros transitorios también será más sencillo cuando los principales proveedores de capital posean derechos a corto, medio y largo plazo sobre los resultados de la empresa; los conflictos de interés y los problemas de pasajero sin billete quedan, de este modo, minimizados.

En términos más técnicos, las participaciones accionariales cruzadas descansan en mecanismos de *control «desde dentro»*, para corregir ineficiencias y mejorar la asignación de recursos, en el sentido de que son las propias empresas las que se controlan mutuamente, frente a la posibilidad de que ese control sea ejercido *«desde fuera»*, en cuanto que lo ejercen accionistas significativos ajenos a las empresas, como, por ejemplo, las familias o el mercado de control.⁽⁷⁾ Si a las participaciones accionariales cruzadas añadimos la más que probable presencia de representantes de las empresas en los consejos de administración, llegamos a una situación donde los directivos de las empresas estarán fuertemente protegidos frente a las influencias externas. Ante esta protección debemos preguntarnos por el origen de los estímulos a que ese control interno realmente se ejerza, de modo que la situación creada no evolucione hacia la complicidad y la complacencia mutuas. La respuesta debe buscarse en los mercados de productos, cuya competencia y rivalidad

(7) La distinción entre control «desde dentro» y control «desde fuera» se debe a Franks y Mayer (1997).

son *imprescindibles* para mantener los estímulos a un control interno eficiente y efectivo en la corrección de las deficiencias de gestión, pues de otro modo todo el grupo verá amenazada su propia supervivencia.

Reconocimiento de los trabajadores como colectivo interesado

Cuando los trabajadores llevan a cabo inversiones específicas en su capital humano se convierten en *interesados* de la empresa porque en gran medida la posibilidad de obtener una rentabilidad económica a dichas inversiones depende de la continuidad futura de la actividad empresarial. Además, las quasi-rentas de la inversión son, como las de otros partícipes, susceptibles de expropiación por otros interesados.

En una primera instancia, el capital humano específico incluye conocimiento sobre productos y procesos que es necesario intercambiar y poner en común con el de otros trabajadores, no siempre pertenecientes a la misma empresa. En la medida en que ese conocimiento sea contextual, su codificación y comunicación será difícil de realizar a través de los canales habituales de comunicación, siendo necesario, en cambio, recurrir a la organización de equipos y al intercambio de personas entre unas organizaciones y otras. El resultado final será, en muchos casos, la creación de un entramado de relaciones interpersonales duraderas entre trabajadores y directivos de las diferentes empresas, las cuales constituyen la base sobre la que se sustentan las obligaciones y la confianza mutuas a que antes aludimos.

La institución del «empleo permanente» o de por vida vigente muchos años en Japón, actúa en el contexto descrito, con la finalidad de preservar estas relaciones personales haciendo así más fácil el control social sobre las conductas oportunistas o aprovechadas, y aumentando el coste individual de cada trabajador de abusar de la confianza que en él o ella se deposita. Por este camino, la reputación que atesora un trabajador se convierte en uno de sus principales activos, pues de ella depende poder llegar a acuerdos implícitos con los otros trabajadores. Tanto el trabajador como la empresa tienen algo que perder en las transacciones en marcha.

La representación de los trabajadores en el consejo de administración, como ocurre en Alemania, constituye un segundo ejemplo de iniciativa dirigida a reforzar el poder institucional de los mismos dentro de la organización; con ello se les coloca en un plano similar al del otro gran colectivo de interesados, los accionistas, y se les permite intervenir con voz y voto en decisiones clave para el futuro de la empresa y para el suyo particular. Otros órganos de representación de los trabajadores a nivel de empresa, como los comités de empresa, a los que se reconoce, cuanto menos, derechos consultivos sobre determinadas decisiones, deben interpretarse en el mismo sentido, aunque el comité queda desligado de los órganos que habitualmente representan los intereses de los accionistas como es el consejo de administración.

El reconocimiento del poder institucional de los trabajadores dentro de la empresa rompe la perspectiva jerárquica según la cual el empresario-capitalista contrata los servicios de los trabajadores a cambio de una contraprestación, pero sin opción de aquéllos para el ejercicio de la «voz», es decir, dejándoles sólo la opción de «salida» para manifestar cualquier desacuerdo con los deseos del empleador. En su lugar surge una estructura de poder más equilibrado donde deberá primar la negociación y el compromiso. La rapidez de decisión de la jerarquía se perderá, el riesgo de expropiación para los accionistas previsiblemente aumentará, pero al mismo tiempo se dan más garantías y protección a los intereses de los trabajadores, lo cual puede redundar en una mejor disposición de éstos a comprometerse e involucrarse con la organización y sus intereses a largo plazo.

Intervención selectiva

La intervención selectiva significa el reconocimiento de que uno o varios de los interesados con participación en el capital, pueden intervenir incidentalmente de forma directa y explícita en los asuntos de otra empresa cuando ello es necesario para corregir un cierto problema. Lo más usual es que la intervención la lleve a cabo un banco con el fin de remediar unos pobres resultados que se manifiestan primero como disfunciones financieras. A través de ella se reconoce una cierta jerarquía o relación de autoridad den-

tro de la organización, de manera que la autoridad recaea en aquel propietario de recursos que está más informado (el banco mantiene relaciones con muchas empresas y analiza los mercados para valorar los beneficios y riesgos de las nuevas inversiones), tiene más capacidad de maniobra a corto plazo (controla un recurso altamente fungible, la tesorería) y recibe pronto señales de alerta sobre la mala situación de una empresa (el retraso e incumplimiento de los pagos de intereses y/o principal de la deuda será casi inevitable si la empresa tiene problemas de ineficiencias).

Cada participante en la acción colectiva tiene unas expectativas de resultados ex-ante que son vigiladas por el grupo, pues de ellos depende la eficiencia total. Si esos resultados no se alcanzan ex-post se interviene buscando corregir las causas a través de medidas que en muchos casos supondrán el despido del equipo directivo de la empresa en cuestión. Por lo tanto, las consecuencias de unos pobres resultados no se diluyen entre todos los miembros del grupo, sino que se repercuten sobre quien los ha causado. Con ello se evitan los incentivos a actuar de polizón que surgen cuando cada partícipe en la acción colectiva percibe que las consecuencias de sus decisiones se repartirán entre todos.⁽⁸⁾

La intervención selectiva que realiza el banco dentro del grupo, así como otras funciones como proporcionar liquidez y facilitar cobros y pagos, generarán unos costes que el banco tendrá que repercutir sobre el resto de miembros. Por otro lado, el banco puede estar tentado a abusar de su posición privilegiada en el grupo (al monopolizar buena parte de las acciones correctivas y disciplinarias), aunque es de esperar que consideraciones reputacionales actúen de freno. En cualquier caso, la intervención selectiva tiene sus costes, que será necesario conocer y evaluar.

Misión de la empresa

En la perspectiva financiera, donde la estructura de gobierno está diseñada para proteger las rentas de los inversores financieros, queda plena-

(8) Los fundamentos teóricos de la intervención selectiva para romper la restricción presupuestaria que permite recuperar la eficiencia en organizaciones colectivizadas, se encuentran en Holmstrom (1983).

mente justificado que el consejo de administración evalúe la gestión del equipo directivo a partir del valor de mercado de las acciones y/o de la creación de valor para el accionista. Pero, ¿cuál es la medida de «performance» en la que tiene que basar sus evaluaciones el consejo en la perspectiva estratégica, con varios colectivos de «interesados» debido a las inversiones específicas que realizan en la empresa?

Para responder a esta cuestión es necesario profundizar y clarificar términos como beneficio y riqueza. La primera referencia al beneficio es contable, donde dicho beneficio es la diferencia entre los ingresos y todos los costes explícitos necesarios para generarlos, calculados a partir de unos criterios establecidos por la normativa contable; por ejemplo, costes históricos de adquisición. El beneficio contable es en principio la renta de libre disposición para el accionista, a partir de la cual decide sobre los dividendos a cobrar y el beneficio a reinvertir. La reinversión y las rentas que ella genera se acumularán con inversiones anteriores para determinar el patrimonio que el accionista posee en la empresa. Desde esta perspectiva crear riqueza para el accionista puede evaluarse ex-post, según evolucione el beneficio contable, o ex-ante, en función de la rentabilidad esperada para el beneficio que se reinvierte.

«Aumentar el beneficio contable» y/o «obtener una rentabilidad esperada positiva para el beneficio reinvertido» no son criterios suficientes para estar seguros de que se crea valor para el accionista. Crear valor ex-post significa que el beneficio contable supera al coste de oportunidad de la inversión que el accionista tiene en la empresa, coste que no está imputado en el cálculo del beneficio contable. La riqueza del accionista aumenta con la reinversión si la rentabilidad supera ex-ante al coste del capital financiero invertido. Sin las oportunas correcciones, el beneficio contable no proporciona indicaciones fiables de la creación de riqueza y por lo tanto no es el beneficio a maximizar.

Si la empresa cotiza en bolsa existe un valor de mercado de las acciones que representa la riqueza de los accionistas en ese momento en el tiempo. La cotización o precio de la acción refleja el valor presente de las expectativas de rentas a que esa acción va a dar derecho en el futuro, oportunamente descontadas. Evidentemente, el objetivo de maximizar la riqueza del accionista está ahora claro, pues la medida de riqueza es inequívoca; pero, ¿cómo sabe-

mos si estamos o no en el valor máximo en cada momento cuando el precio de las acciones es altamente volátil y sobre él influyen muchos factores fuera del control del equipo directivo? Es preciso, por tanto, operativizar el objetivo de maximizar la riqueza del accionista y traducirlo en estándares que permitan valorar el impacto sobre esa riqueza de decisiones corrientes.

El EVA (Economic Value Added) es una medida de resultados propuesta para evaluar hasta qué punto la gestión de recursos productivos existentes se está realizando creando valor o riqueza para el accionista.⁽⁹⁾ La empresa crea valor para el accionista en un período de tiempo determinado si el valor en el mercado de lo producido supera el coste de todos los recursos empleados en la producción, incluido el capital productivo en que se han empleado las inversiones financieras de los accionistas. La diferencia positiva es el «valor económico añadido» o creado que reciben los accionistas por encima del coste de oportunidad de los recursos invertidos. En cuanto a la creación de riqueza con los nuevos proyectos en que se invierten los fondos de los accionistas, la condición básica se establece en términos de valor presente neto positivo.

La segunda referencia de beneficio es el beneficio económico. Este beneficio se define como la diferencia entre el valor a precios de mercado de la producción en un período de tiempo determinado y el coste de oportunidad de todos los recursos empleados en dicha producción.⁽¹⁰⁾ El EVA es, pues, un concepto muy próximo al de beneficio económico; la diferencia radica en que el EVA presupone que todos los recursos empleados distintos del capital están correctamente valorados a costes de oportunidad en la cuenta de pérdidas y ganancias contables, con lo que la corrección e imputación de costes de oportunidad para pasar del beneficio contable al EVA afecta sólo al capital y a la inversión productiva (tangible e intangible). En cualquier caso, el beneficio económico constituye un estándar de *performance* de relevancia social, pues un valor no negativo del mismo está indicando que la sociedad está mejor o igual, en términos de bienestar, asignando los recursos a la producción de esa empresa que asignándolos a empleos alternativos. Por otra parte, ese bienes-

(9) Véase Stewart (1994).

(10) Mato y Salas (1992) presentan una exposición detallada sobre beneficio económico y su cálculo a partir de los estados contables.

tar se hace socialmente máximo cuando la empresa maximiza el beneficio económico y el precio de venta se ajusta al coste marginal.

Cuando el mercado es suficientemente competitivo para que el precio tienda al coste, el beneficio económico será un buen indicador de «performance» tanto desde el punto de vista de los accionistas como de la sociedad en general, pues los recursos se asignan manteniendo al menos el valor del patrimonio del accionista y no existen pérdidas de oportunidad para la sociedad. Por otra parte, si los mercados de factores, trabajo, inputs intermedios, son competitivos el precio de los mismos reflejará costes de oportunidad y el EVA será una buena aproximación al beneficio económico, con lo cual esta medida de resultados, surgida de la práctica empresarial, se convierte en un indicador de resultados empresariales que mide la creación de riqueza para los accionistas y para la sociedad en general.

La presencia de inversiones específicas en el capital humano y en la producción de inputs intermedios por empresas proveedoras, como suponemos en el modelo estratégico de referencia, complica la relación entre beneficio y creación de riqueza. En efecto, la presencia de inversiones específicas establece una brecha entre coste de oportunidad y coste de producción de un bien o servicio. El valor de oportunidad del capital humano específico, por ejemplo, es menor que el coste de producción porque en este último está incluida la valoración del coste de la inversión realizada. Pero como se trata de un coste hundido (*sunk cost*) su valor económico en empleos alternativos al actual es cero, y por lo tanto no entra en el cálculo del coste de oportunidad. Esto significa que cuando calculamos el beneficio económico, ingresos menos costes de oportunidad, parte de ese beneficio es en realidad quasi-renta, pues corresponde a beneficios generados gracias a la inversión específica realizada en el pasado, y por tanto deben imputarse como coste de la inversión.

Desde una perspectiva económica existe ahora un problema de eficiencia estática y un problema de eficiencia dinámica. El primero significa asignar los recursos disponibles en cada momento de manera que se maximice el beneficio económico calculado a costes de oportunidad. El segundo repartir las quasi-rentas de manera que se cubran costes de producción y de esta manera inducir ex-ante los incentivos para que los propietarios de recur-

sos realicen las inversiones específicas que aseguran el crecimiento de la productividad. La cuestión es, ¿qué mecanismo de gobierno garantiza esta doble eficiencia?

Supongamos que estamos en el modelo financiero y asumimos como misión de la empresa, que el consejo de administración debe defender, la creación de valor para el accionista. Ex-post, es decir, para una inversión específica dada, maximizar la riqueza de los accionistas supondrá repartir entre ellos todas las quasi-rentas generadas, de manera que el resto de propietarios recibe sólo el coste de oportunidad. Ahora bien, con este reparto se desincentiva la inversión específica del resto de propietarios de recursos y se pueden perder oportunidades de crear riqueza en el futuro. Existe, por tanto, un posible conflicto entre maximizar la riqueza a corto plazo y maximizar la riqueza a largo plazo de los accionistas, cuya resolución está indeterminada, pues en algunos casos los accionistas aumentan su riqueza quedándose con todas las quasi-rentas y sacrificando la inversión futura, y en otros salen ganando si comparten las quasi-rentas y mantienen los incentivos a la inversión. Nótese, además, que en general no es cierto que siempre que el accionista elige la alternativa que le resulte más favorable se consigue también la mejor solución desde el punto de vista de la eficiencia colectiva.

Recuadro 1.3. Maximización del beneficio del accionista con quasi-rentas

Retomemos de nuevo los conceptos de rentas y quasi-rentas descritos en el recuadro 1.2. Supongamos que la inversión ya ha sido realizada y el cliente plantea al proveedor la renegociación del contrato que inicialmente establecía un suministro al precio de coste $p_c = TVC + rI$, en valores anuales. El valor del producto para el cliente es $v = p_c$, y este cliente no tiene opciones alternativas para satisfacer su demanda.

Si la negociación se abre, el precio negociado se moverá entre el máximo $p_c = v = TVC + rI$ y el mínimo $p_m = TVC + rS$, igual

al coste de oportunidad ex-post del proveedor. Suponiendo un poder negociador similar para ambas partes, el precio esperado será el promedio de estos dos:

$$p' = 1/2(p_m + p_c) = TVC + 1/2 r(I + S)$$

Con este precio, el nuevo beneficio del cliente será:

$$B^\circ \text{ cliente} = v - p' = p_c - Pc = TVC + rI - TVC - 1/2 r(I+S) = 1/2 (I - S)$$

mientras que el beneficio del proveedor será:

$$B^\circ \text{ proveedor} = p' - TVC - rI = - 1/2 (I - S)$$

Esto significa que el cliente está en condiciones de apropiarse la mitad de las quasi-rentas del proveedor, y puesto que suponemos un mercado competitivo ex-ante, la apropiación implica que el proveedor entra en pérdidas.

Ex-post, el cliente tiene la oportunidad de aumentar su beneficio, crea valor para los accionistas, forzando la renegociación, bajando el precio de compra del proveedor y capturando parte de sus quasi-rentas. Obviamente, para que esto ocurra, el proveedor debe ignorar el riesgo de quedar «prisionero» de su cliente una vez realizada la inversión. Como es de esperar que el proveedor anticipe la posibilidad de verse obligado a compartir las quasi-rentas con el cliente, la consecuencia final sería que no lleva a cabo la inversión y se pierde la oportunidad de intercambio.

¿Qué hacer en este caso? Una posible solución es que cliente y proveedor se integren en una sola empresa y se evite así el riesgo de renegociación futura. En segundo lugar, cliente y proveedor intentan redactar un contrato antes de hacer la inversión que anticipe todas las posibles contingencias futuras y establezca contrapartidas pertinentes; con frecuencia este contrato a largo plazo será inviable en términos de coste de transacción.

La tercera posibilidad es que el cliente haga una manifestación expresa de que en sus actuaciones tendrá en cuenta los intereses de todos los propietarios de recursos que participan en la acción colectiva,

y no sólo los intereses de sus accionistas. ¿Tiene consecuencias este cambio en la misión de la empresa frente a definirla como la maximización del valor creado para los accionistas? La respuesta equivale a decir si con una misión u otra la empresa influye en la disposición de los propietarios de recursos a entrar en transacciones con ella cuando las transacciones se han de conducir a través de contratos implícitos. La empresa que anuncia en su misión el respeto a los intereses de todos los propietarios de recursos, sacrifica buena parte de su reputación forzando la renegociación con el fin de expropiar quasi-rentas del proveedor. Este proveedor lo sabe y anticipando que la empresa cliente querrá preservar el valor de su reputación porque le reporta beneficios futuros, tal vez acepte realizar la inversión.

Detrás de todos estos argumentos subyace en cierto modo un conflicto potencial, al que puede enfrentarse un consejo que orienta su actuación hacia la maximización de la riqueza del accionista, entre considerar valor a corto y valor a largo plazo de dicha riqueza. Disputar las quasi-rentas al proveedor puede crear valor a corto plazo, pero pérdidas a largo si con ello se incumplen contratos implícitos. La elección de los mecanismos de gobierno será sensible al diseño que haga más factible la maximización de las oportunidades de crear riqueza neta aumentando la viabilidad de contratos implícitos.

En cualquier caso, incluso si los accionistas prefieren que se mantengan los incentivos a la inversión específica, existirá el problema adicional de cómo hacer creíble, dentro de la lógica del modelo de gobierno financiero, que efectivamente las quasi-rentas ex-post serán compartidas entre todos los grupos de «interesados». ¿Deberá definirse una nueva misión como, por ejemplo, maximizar la riqueza neta total a largo plazo?; ¿debe confiarse esta misión a un consejo de administración creado para defender los intereses de los accionistas como inversores financieros o, por el contrario, a un consejo más equilibrado en cuanto a distribución del poder entre grupos de «interesados»?; ¿cómo se hacen creíbles las promesas de no expropiación de quasi-rentas sin alterar las

instituciones básicas de gobierno en el modelo financiero? Éstas son algunas de las cuestiones que nos parecen muy pertinentes y sobre las que los códigos de buenas prácticas de gobierno, a los que nos referimos antes, eluden pronunciarse.

Las prácticas o mecanismos de gobierno propios del modelo estratégico ofrecen las necesarias salvaguardas para estimular las inversiones específicas en el conjunto de «interesados» que se involucran en la empresa, pero es evidente que con ello se debilita la posición de los accionistas con respecto a su posición en el modelo financiero. La protección de los intereses de los inversores financieros es necesaria en cualquier caso, y debe garantizarse en condiciones de igualdad, al menos, con respecto a las del resto de interesados.

Competencia y carreras de los directivos

A pesar de que la intervención selectiva constituye un mecanismo corrector de las potenciales ineficiencias a que puede llevar el modelo de organización que emerge de las prácticas de gobierno descritas, la posibilidad de que la excesiva protección frente al control externo, como consecuencia de las participaciones accionariales cruzadas que impiden las operaciones de control, por ejemplo, anule la aplicación de los mecanismos de control externo y el grupo se asiente en una asignación de recursos colectivamente ineficiente, es elevada. Si la competencia es un elemento corrector y disciplinario importante cuando se trata de reducir la discrecionalidad del equipo directivo en el marco del modelo financiero, su papel para estimular la eficiencia y evitar equilibrios que suponen desaprovechar oportunidades de crear riqueza en el modelo estratégico es, si cabe, mucho más importante. Por lo tanto, desde la perspectiva de intereses sociales es altamente deseable que las iniciativas desarrolladas para proteger las quasi-rentas no desvirtúen la competencia en los mercados de productos. Se asegura de este modo que al menos permanece activo un importante mecanismo de control externo, y los mecanismos de control interno reciben impulsos externos para actuar con eficacia.

Más complicado resulta compaginar el fomento de las relaciones interpersonales y el capital reputacional entre directivos y trabajadores que son miembros de los grupos empresariales, con la preocupación por mejorar las

habilidades directivas y aumentar así el capital humano. Los mercados externos de trabajo son necesariamente poco activos en un modelo que promueve la estabilidad y las relaciones a largo plazo, con lo cual resulta difícil que los directivos y trabajadores reciban señales sobre el valor económico fuera del grupo, de sus conocimientos y habilidades. Por ello, todo el aprendizaje y acumulación de conocimiento se hará para y por el grupo, con la consiguiente pérdida de capacidades genéricas que podrían demostrarse de utilidad ante eventuales necesidades de cambio y adaptación que surjan en el futuro.

Conclusión

La perspectiva financiera y la perspectiva estratégica sitúan la problemática del gobierno de la empresa en dos ámbitos diferentes. El primero contempla a una gran empresa con un elevado volumen de inversiones que requieren a su vez muchos fondos monetarios para financiarlos, los cuales proceden de pequeños y numerosos inversores con el fin de optimizar así la asignación de los riesgos. La gestión de estas inversiones se delega en un equipo directivo profesional y competente, pero cuyas recompensas personales no están perfectamente alineadas con la variación en el valor económico de los activos que gestionan, pues esos activos pertenecen a los accionistas inversores. Cómo conseguir que los directivos gestionen los recursos de manera que se maximice la riqueza de los accionistas es la principal preocupación del gobierno de la empresa bajo esta perspectiva. La primera columna del cuadro 1.1 resume los mecanismos que inciden en este objetivo, según la revisión hecha de los mismos en el texto.

La perspectiva estratégica vincula el problema de gobierno con la elección de la estrategia competitiva de la empresa y en particular con los recursos específicos que se requieren para conseguir ventajas competitivas sostenidas en el tiempo. Los recursos específicos comprenden otros distintos del capital físico, especialmente capital humano, por lo que la solución de integración vertical no resuelve el problema de propiedad. La distribución de los recursos dentro y fuera de la empresa, la misión que tutela el consejo, el papel de los mercados, deben ajustarse al objetivo de mantener el incentivo a invertir en los recursos que proporcionan las ventajas competitivas y contribuyen a crear

riqueza. Proteger las quasi-rentas correspondientes es el camino para mantener los incentivos buscados y el gobierno, distribución de poder, se orienta a este fin. La segunda columna del cuadro 1.1 resume la actuación de los mecanismos de gobierno bajo el modelo estratégico.

Cuadro 1.1

OBJETIVOS Y FUNCIONES DE LOS MECANISMOS DE GOBIERNO EN EL MODELO FINANCIERO Y EN EL MODELO ESTRATÉGICO

Mecanismos de gobierno	Modelo financiero	Modelo estratégico
Consejo de administración	<ul style="list-style-type: none"> • Maximizar el valor de mercado de las acciones • Asignación eficiente de recursos disponibles 	<ul style="list-style-type: none"> • Maximizar la creación de riqueza neta total y su crecimiento en el tiempo
Accionistas	<ul style="list-style-type: none"> • Conseguir un equilibrio entre supervisión del equipo directivo y asignación eficiente de riesgos 	<ul style="list-style-type: none"> • Protección de inversiones específicas • Facilitar los contratos implícitos (confianza, reputación)
Estructura financiera	<ul style="list-style-type: none"> • Restringir y limitar el <i>cash flow</i> libre 	<ul style="list-style-type: none"> • Intervención selectiva
Mercado de control	<ul style="list-style-type: none"> • Competencia entre equipos directivos que se disputan el control sobre los activos de la empresa 	<ul style="list-style-type: none"> • Transferencia de bloques accionariales entre accionistas significativos
Mercado de productos	<ul style="list-style-type: none"> • Competencia que disciplina la conducta del equipo directivo 	<ul style="list-style-type: none"> • Competencia que evita equilibrios ineficientes entre «interesados»
Mercado de directivos y trabajadores	<ul style="list-style-type: none"> • Mercados externos activos que revalorizan el capital humano dedicado a mejorar los beneficios de los accionistas 	<ul style="list-style-type: none"> • Mercados externos inactivos. Refuerzo para la inversión en capital humano específico y el compromiso a largo plazo con la organización

Fuente: Elaboración propia.

II. Patrones de propiedad y gobierno: una perspectiva comparada

Introducción

Una de las principales explicaciones de la atención que ha recibido el tema del gobierno empresarial radica en las diferencias observadas en las formas de armonizar la cooperación y el conflicto en la empresa entre unos países y otros. Cuando la economía se globaliza y empresas radicadas en países distintos como Alemania, Japón y Estados Unidos se disputan mercados a escala mundial, comienza a ser relevante, tanto para los directivos de las empresas en particular como para el conjunto de la sociedad en general, la diferencia observada en los patrones de propiedad y gobierno según el país de origen de la empresa. Después de todo, la propiedad y el gobierno influirán en la competitividad de la empresa, pues inciden muy directamente en cómo se toman dentro de ella las decisiones más importantes.

La comparación descubre que las diferencias en los patrones de propiedad-gobierno se producen principalmente entre países (o áreas de influencia: países anglosajones, Asia, Centro Europa). Es decir, son mayores las diferencias entre empresas originarias de áreas geográficas (y políticas) distintas que entre empresas dentro de una misma área. Ello hace suponer que el entorno político-institucional donde se desenvuelve la empresa, y de modo especial las normas legales a que se somete, serán determinantes en la elección de su sistema de gobierno. El marco político-institucional, a través de su influencia en la elección de la forma de propiedad y gobierno, influye en la

capacidad competitiva de las empresas de un país, pues, tal como vimos en el capítulo anterior, unas formas de propiedad-gobierno se adaptan mejor a unas fuentes de ventaja competitiva que a otras.

Esto explica que, en los años ochenta, en Estados Unidos se alzaran voces pidiendo reformas en el entorno institucional (por ejemplo, facilitando una mayor difusión del inversor relacional a través de quitar las leyes que prohíben una comunicación fluida entre empresas e inversores financieros) con el fin de que las empresas americanas, a través de nuevas formas de gobierno, pudieran dotarse de los activos intangibles que, en opinión de muchos, eran la causa de la superioridad competitiva de las empresas japonesas y alemanas, cuyo modelo de gobierno sí favorecía la acumulación de estos activos. O que en Europa se pidan con insistencia reformas que impulsen una mayor liquidez de los mercados de capitales (a través de limitar las participaciones accionariales cruzadas) y una mayor transparencia de las empresas, con el fin de que se favorezca la creación de sociedades de capital riesgo, necesarias para estimular la innovación en sectores básicos.

El presente capítulo resume las evidencias empíricas que permiten perfilar los patrones de propiedad-gobierno que emergen en los países desarrollados. También se ocupa de las posibles causas de las diferencias observadas, sus consecuencias y las perspectivas de convergencia futura.⁽¹⁾

2.1. Propiedad y gobierno: diferencias entre países

La atención que ha merecido el gobierno de la empresa sería sin duda mucho menor si las diferencias observadas en los sistemas de propiedad, estructura financiera y gestión de las empresas se explicara en función del nivel de desarrollo económico del país donde están localizadas. Sin embargo, tal como pone de manifiesto el cuadro 2.1, países con un alto desarrollo económico como Alemania, Japón y Estados Unidos muestran diferencias muy notables en la propiedad y gobierno de sus grandes empresas.

(1) La recopilación de trabajos que se incluyen en la obra de Chew (1997) sintetiza muy bien las diferencias en los sistemas de propiedad-gobierno entre países, así como las reflexiones que han suscitado en los últimos años. La reciente publicación de los trabajos realizada dentro del programa de Corporate Governance de la Columbia Law School (1998), completa un panorama internacional y multidimensional del problema, que se ha tenido muy en cuenta en la redacción del presente capítulo.

Cuadro 2.1

PATRONES DE GOBIERNO: EVIDENCIA EMPÍRICA

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

Alemania se distancia a la baja de Estados Unidos y Japón en lo que se refiere a las empresas que cotizan en bolsa y su importancia relativa en el conjunto de la economía, si bien según el cuadro 2.2, ni Estados Unidos ni Japón son los países en los que la capitalización bursátil es mayor en relación al PIB.⁽²⁾ En Alemania y Japón, la titularidad de las acciones se reparte sobre todo entre empresas, bancos y particulares, mientras que en Estados Unidos son los fondos de pensiones y los particulares los tenedores más significados, con ausencia total de acciones en poder de otras empresas. La concentración accionarial es mayor en Alemania y Japón que en Estados Unidos, mientras que la protección de los inversores aparece desigual según se refiera a accionistas o a acreedores financieros, en unos países y otros; cuadro 2.3.

(2) Malasia y Singapur aparecen claramente destacados en la relación de capitalización bursátil sobre PIB, aunque las cifras se habrán reducido mucho como consecuencia de las sucesivas crisis financieras.

Cuadro 2.2

COMPAÑÍAS COTIZADAS Y CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL (1994)

	Empresas cotizadas		Capitalización		Transacciones
	Número	Tamaño	Billones US\$	%	% valor de mercado
	Unidades	Millones US\$			
Singapur	240	1.142	274	397	29
Malasia	475	403	192	271	59
Luxemburgo	55	518	29	204	1
Reino Unido	2.070	585	1.210	119	38
Suiza	215	1.321	284	111	81
Holanda	320	884	283	85	66
Japón	2.205	1.673	3.688	80	32
Australia	1.144	192	219	68	34
Estados Unidos	2.353	1.802	4.240	64	52
Canadá	1.185	266	315	58	42
Corea	699	274	192	50	174
Bélgica	155	542	84	37	14
Francia	459	919	422	32	45
España	372	331	123	26	44
Alemania	417	1.106	461	23	128
Italia	219	822	180	18	72

Fuente: OCDE (1997).

En términos generales, la evidencia aportada en los cuadros 2.2 y 2.3 así como en otros estudios, por ejemplo, Fanjul (1998), permite describir al patrón americano como un modelo de propiedad dispersa, tanto en lo que se refiere a fondos propios como a deuda, unida a un mercado financiero muy líquido donde los inversores buscan optimizar la cartera de títulos. El mercado de control corporativo constituye un importante mecanismo para corregir ineficiencias en la asignación de recursos y presionar para la maximización de los beneficios. En Alemania y Japón, la propiedad está más concentrada y los mercados son menos líquidos. Con ello, los inversores asumen un papel activo directo en la corrección de ineficiencias y en su compromiso a largo plazo con la organización, aunque a veces a costa de sacrificar oportunidades de diversificación. Cualquier cambio en el grupo de control requiere la colaboración de los accionistas mayoritarios y se ejecuta con la transferencia de grandes bloques accionariales.

Cuadro 2.3

TITULARIDAD DE LAS ACCIONES, CONCENTRACIÓN ACCIONARIAL Y PROTECCIÓN DE LOS INVERSORES

	Estados Unidos	Japón	Alemania	Francia	Reino Unido	Italia	Suecia	España
Titularidad ^(a)								
Sector financiero	45	44	29	8	62	19	24	30
Bancos	3	26	14	3	1	10	1	15
Compañías de seguros	4	16	7	1	17	2	8	3
Fondos de pensiones	26	–	–	–	34	–	–	2
Fondos de inversión	–	–	–	–	–	–	8	2
Otros	12	2	8	4	10	7	6	–
Sector no financiero	55	56	71	92	38	81	76	80
Empresas	–	24	39	59	2	32	34	8
Individuos	48	24	17	19	18	17	16	25
Extranjeros	6	7	12	11	16	5	9	31
Estado	–	1	4	4	1	28	7	16
Otros	1	–	–	–	2	–	10	–
Total	100	100	100	100	100	100	100	100
Concentración accionarial ^(b)	0,20	0,50	0,65	0,70	0,10	0,85	1,0	0,85
Estándares contables ^(c)	0,789	0,722	0,680	0,767	0,867	0,689	0,922	0,567
Protección accionistas ^(d)	5,0	3,0	1,0	2,0	4,0	0,0	2,0	2
Protección acreedores ^(e)	1,0	2,0	3,0	0,0	4,0	2,0	2,0	2

(a) Valores referidos a principios de los noventa. Fuente: OCDE (1997). Para España, «Boletín de la Bolsa de Madrid», agosto-septiembre, 1998.

(b) Uno menos la proporción de acciones en capital flotante; promedio para las veinte empresas cotizadas más importantes. Fuente: La Porta *et al.* (1997).

(c) Valor en una escala de 0 a 1 elaborada por el Center for International Financial Analysis and Research. Rajan y Zingales (1998).

(d) (e) Valor en una escala de 1 a 5, La Porta *et al.* (1997).

Cuando la propiedad está concentrada, el funcionamiento de la junta de accionistas y del consejo de administración es menos importante, si bien en este último se detectan diferencias significativas entre los diferentes países. Alemania tiene un consejo estructurado en dos niveles, uno encargado de la función de supervisión y el otro encargado de la gestión corriente de la empresa; en el órgano de supervisión están representados, además de los accionistas importantes, los propios trabajadores. En Japón, el consejo está dominado por internos (directivos), sin representación formal de los trabaja-

dores, mientras que en Estados Unidos predomina la presencia de consejeros externos, que serán independientes cuando no existan accionistas significativos. En Japón, por tanto, es de esperar que la función supervisora del consejo estará poco desarrollada.

Los patrones de mecanismos de gobierno influyen también en las características del sistema legal, en la medida en que determinan la naturaleza de los conflictos entre la empresa y los inversores o entre los propios inversores. En los países donde los accionistas significativos ocupan un lugar destacado y son fácilmente identificables, el legislador parece abstenerse de regular e intervenir en el funcionamiento societario, pensando probablemente que basta con delegar decisiones concretas (por ejemplo, en lo que se refiere al tamaño y composición del consejo) a los accionistas propietarios. De igual modo, un mercado de capitales estrecho y poco líquido influye para que el legislador se desentienda de la información generada por ese mercado. Por el contrario, con accionariado disperso y más poder efectivo en manos de los directivos, el derecho societario tenderá a ser más prolijo en la protección de los derechos de los inversores y exigirá más responsabilidades al equipo directivo.

Otro aspecto destacado de la evidencia empírica es que los perfiles que adoptan los mecanismos de gobierno tienden a agruparse por países y no tanto por empresas. Es decir, existe menos variabilidad entre patrones de gobierno dentro de un mismo país que entre países. Esto sugiere que existen elementos del entorno institucional que influyen en la configuración de los patrones de gobierno y que, además, los atributos de estos patrones son complementarios entre sí. Así, por ejemplo, se dice que en aquellos países donde la ley protege menos al pequeño accionista se producirá necesariamente una mayor concentración accionarial, pues los costes de agencia de una estructura dispersa serán muy altos. La elevada concentración fomenta la estabilidad y el compromiso y redundan en una menor liquidez del mercado de capitales. Además, la visibilidad de los accionistas significativos facilita que emerjan relaciones de confianza capaces de sostener contratos implícitos.

De igual modo, una regulación contraria a las relaciones a largo plazo entre bancos y empresas y a la participación accionarial cruzada entre empresas, como ocurre en Estados Unidos, influye para que la estructura accionarial

esté más dispersa y se necesite un mercado de capitales más líquido, que permita utilizar la opción de salida como mecanismo de defensa del pequeño accionista; esto facilita la operativa del mercado de control, pues la salida de muchos accionistas hace caer el precio de la acción y estimula la formación de mayorías de control que intervienen para sustituir al equipo directivo corriente. El anonimato de los propietarios dificulta las relaciones y la confianza, con lo cual se debe confiar más en los contratos explícitos de mercado y/o en la integración vertical como protección frente al oportunismo.

España aparece como un país cuyo mercado bursátil está relativamente poco desarrollado. Los titulares de las acciones de las empresas cotizadas pertenecen mayoritariamente al sector no financiero, destacando la alta proporción que representan los titulares extranjeros. El patrón de titularidad español, cuadro 2.3, se acerca mucho al de los países de su entorno, Francia, Italia e incluso Alemania, y se distancia del de los países anglosajones.⁽³⁾

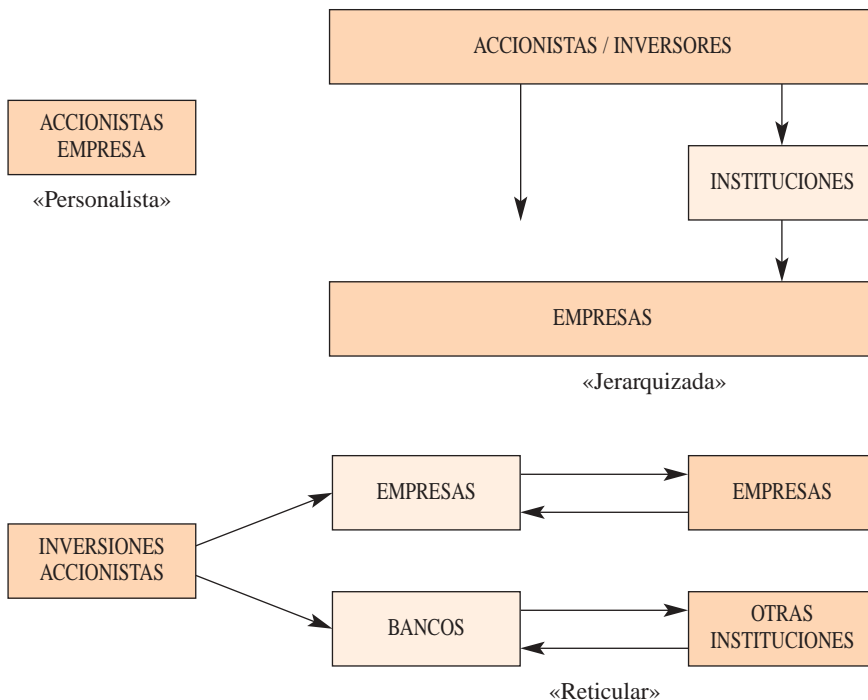
Control «desde fuera» versus control «desde dentro»

Una de las características que más discriminan a los patrones de gobierno observados en los distintos países es la presencia generalizada o no de participaciones accionariales cruzadas entre empresas o, en otros términos, la mayor o menor presencia de grupos empresariales. El *keiretsu* japonés ha sido utilizado como paradigma de grupo empresarial. La existencia de grupos significa que el sector empresas de la economía se controla a sí mismo (control «desde dentro»), en contraste con la situación donde son las personas y las instituciones del mercado de capitales los titulares de las acciones, y el sector empresarial se somete a un control «desde fuera».

El gráfico 2.1 esquematiza tres modelos de relaciones entre el sector empresarial y el sector no empresarial de la economía, los cuales implican, a su vez, otras tantas formas de propiedad y control. El cuadro 2.4 muestra la comparación entre los tres modelos de relaciones.

(3) En la lectura del cuadro 2.3 se tendrá en cuenta que los valores de España se obtienen a través de una metodología y fuente distintas a las del resto de países. Por otra parte, cuando se comparan los datos de 1992 con los de 1997, según la misma fuente española, se observa una disminución importante en el Estado (5,6% en 1997) y un aumento en individuos (28,7% en 1997) e inversión colectiva (7,6% en 1997).

ESTRUCTURAS DE PROPIEDAD Y CONTROL QUE RESULTAN DE LA DISTINCIÓN ENTRE CONTROL «DESDE DENTRO» Y CONTROL «DESDE FUERA»



Fuente: Adaptado de Franks y Mayer (1997).

El tipo «personalista» ejemplifica una estrecha coincidencia entre la propiedad y la gestión de la empresa, de manera que a veces ni siquiera es posible separar empresa y empresario-propietario. El tipo «jerarquizado» separa a la empresa de sus propietarios, accionistas individuales e institucionales, y separa también a unas empresas de otras. El tipo «reticular» distingue entre empresa (utilización de los recursos) y propietarios de recursos, pero existe una estructura de relaciones contractuales cruzadas, explícitas e implícitas, que dificulta deslindar unas empresas de otras.

COMPARACIÓN DE TIPOLOGÍAS DE PROPIEDAD-CONTROL

Tipología de estructuras de propiedad-control	Asunción de riesgos	Control sobre decisiones
Personalista	Diversificación de las inversiones y el patrimonio personal	Autocontrol
Jerarquizada	Repartir la propiedad del capital entre personas e instituciones	Competencia mercado de productos y de control empresarial («salida»)
Reticular	Compartir los recursos de la acción colectiva. Diversificar inversiones (bancos)	Supervisión y tutela mutua; contratos implícitos, confianza («voz»)

La comparación entre las tipologías de propiedad-control tiene en cuenta cómo resuelve cada una los problemas de asunción de riesgos económicos (exógenos) y de control sobre el uso eficiente de los recursos invertidos (riesgo moral, endógeno). De la observación del cuadro se desprenden algunas reflexiones generales. Primero, existe un cierto conflicto entre la estructura de propiedad que permite resolver el problema de asunción de riesgos económicos y la estructura idónea para mejorar el control sobre el uso de los recursos: en el primer caso deseáramos una estructura accionarial muy dispersa, mientras que el control y tutela sobre el uso de los recursos demanda una estructura concentrada con accionistas importantes.

Segundo, cada estructura presenta ventajas e inconvenientes, por lo que no es posible, *a priori*, señalar a una como superior a la otra. Es posible pensar que según los recursos críticos de una empresa (tangibles o intangibles) y su estado de desarrollo (fase del ciclo vital), un modelo pueda ser más eficiente que otro, pero existen importantes efectos sistémicos en el sentido de que la estructura de propiedad-control viene condicionada por el funcionamiento de otras instituciones, como el mercado de productos y factores

Ventajas	Limitaciones	Observaciones
Bajos costes de agencia	Escasa capacidad de crecimiento y de inversión; actuaciones conservadoras	Modelo de «empresa familiar», tendencia a diversificación no relacionada
Flexibilidad; libertad de entrada y salida; innovación	Corto plazo; costes de control e inconsistencia temporal	Importante desarrollo del mercado de capitales; Estados Unidos, Reino Unido
Estabilidad y recursos específicos; relaciones a largo plazo	Concentración de poder; riesgos de colusión y reparto de favores	Para su eficiencia y control social es imprescindible la competencia en los mercados finales; Japón, Alemania

(capital financiero y trabajo) y la regulación (restricciones sobre los bancos para tomar participaciones accionariales en empresas, protección de accionistas minoritarios...).

Tercero, la competencia en el mercado de productos constituye un importante mecanismo de control, sea cual sea la estructura de propiedad. Más difícil resulta valorar si la eficiencia exige también que la competencia sea intensa en el mercado de propiedad y control empresarial. De hecho, esta competencia podría ser incompatible con la prioridad a los recursos específicos que otorga el modelo «reticular».

Las evidencias empíricas muestran claramente que el control «desde dentro» caracteriza muy bien al modelo dominante en países centroeuropeos y Japón, mientras que el control «desde fuera» ocurre sobre todo en los países anglosajones. Kester (1992) estudia con detenimiento las ventajas e inconvenientes de los grupos industriales y aporta evidencias sobre su implantación en países como Japón, Alemania y Suecia. Más recientemente, Windolf (1998) documenta la proliferación de participaciones accionariales cruzadas entre empresas y el intercambio de consejeros entre las grandes empresas francesas

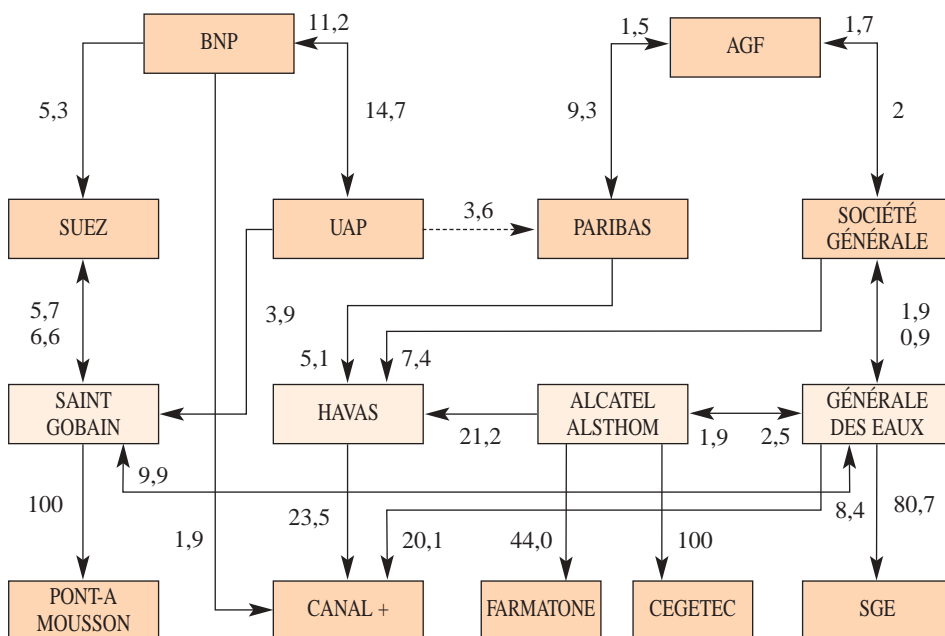
y alemanas, contrastando sus observaciones con lo que ocurre en Estados Unidos y el Reino Unido. Barca (1996) realiza un estudio similar para Italia.

Windolf (1998) encuentra que en Francia y Alemania las más grandes y prestigiosas corporaciones se hallan mutuamente conectadas a través del intercambio de consejeros. En Francia pertenecen a este grupo de empresas como Paribas, Générale des Eaux y UAP, mientras que en Alemania están Allianz, Daimler Benz, Volkswagen y Deutsche Bank. El gráfico 2.2 ejemplifica muy bien la estructura reticular que se establece entre algunas importantes empresas francesas, la cual, como señala Windolf, está igualmente dis-

Gráfico 2.2

EJEMPLO DE ESTRUCTURA RETICULAR DE EMPRESAS EN FRANCIA

Las cifras indican participación accionarial en porcentaje



Fuente: Citado en Windolf (1998).

tante del capitalismo financiero anglosajón y del modelo de empresa familiar dominante, por ejemplo, en Francia.

Es de suponer que en España se está produciendo una evolución similar a la que ocurre en Francia, favorecida por las privatizaciones de empresas públicas. Crespí y García Cestona (1998) estudian las participaciones indirectas en las grandes empresas españolas cotizadas poniendo de manifiesto su importancia.

2.2. Consecuencias de las diferencias observadas

El hecho de que modelos de gobierno en principio tan dispares se asocien con países de un alto nivel de desarrollo económico suscita la pregunta de hasta qué punto el modelo de gobierno influye en la eficiencia económica de las empresas y de las economías en su conjunto. Veamos algunas reflexiones y evidencias adicionales sobre esta cuestión.

El gobierno de la empresa dentro del espectro de mecanismos de control

El gobierno de la empresa no actúa solo, sino en combinación con la competencia en los mercados de productos y con el escrutinio de los mercados de capitales. El gráfico 2.3 coloca en perspectiva la importancia del buen funcionamiento del sistema de gobierno empresarial, según cual sea la situación en los otros dos mecanismos citados.

Las diferencias en el gobierno de la empresa tenderán a ser menos determinantes de la eficiencia cuando la supervivencia de la empresa es difícil si no se maximizan beneficios económicos, lo que exige minimizar también los costes de producción. Esto ocurrirá cuando el mercado de productos sea altamente competitivo y no se reciban subsidios externos, pues ahora la supervivencia de la empresa depende íntegramente de su capacidad para producir lo que demanda el cliente al mínimo coste.

¿CUÁNDO SON RELEVANTES LAS DIFERENCIAS EN EL SISTEMA DE GOBIERNO?

Kaplan (1997)

		Competencia en mercado de productos	
		Alta	Baja
Crecimiento de la demanda	Alto / Cambiante	Poco relevante	Regular
	Bajo	Regular	Muy relevantes

En segundo lugar, las diferencias en el sistema de gobierno son menos relevantes cuando las empresas operan en mercados donde la demanda crece y el fuerte ritmo inversor exige más fondos financieros que los que la empresa genera internamente. Para conseguir esos fondos será necesario acudir a los mercados de capitales externos y éstos, si funcionan correctamente, sólo proporcionarán los fondos pedidos cuando se les presenten oportunidades de inversión con una rentabilidad suficiente. En otros términos, a los sistemas de gobierno ineficientes el mercado de capitales les negará el acceso a los fondos externos.

Las diferencias en el sistema de gobierno serán determinantes de la eficiencia empresarial cuando las empresas operen en mercados maduros o en mercados poco competitivos, que les permiten subsistir durante largos períodos de tiempo decidiendo discrecionalmente sobre grandes cantidades de recursos financieros generados internamente. Atendiendo a la experiencia reciente, los diferentes modelos de gobierno han mostrado sus limitaciones a la hora de evitar el despilfarro de recursos cuando las restricciones financieras y la competencia dan lugar a unas condiciones laxas para las empresas.

En efecto, Michael Jensen (1988) se ha referido a las ineficiencias derivadas de una tesorería excesiva en sectores maduros con escasas oportunidades de inversión, como los costes de agencia de los *cash-flows* libres. En su opinión, los equipos directivos de las empresas americanas utilizaron la generosa tesorería que acumularon durante los años sesenta para llevar a cabo una diversificación acelerada y un exceso de inversión, más allá de la que maximizaba la riqueza de los accionistas. Las operaciones de toma de control en los años ochenta se explican, según Jensen, como una reacción ante la sobreinversión anterior, el desmantelamiento de los conglomerados, la reducción de capacidad y, en definitiva, una vuelta a la hegemonía de los intereses de los accionistas.

Posteriormente, la historia parece repetirse con Japón, y Karl Kester (1991) advierte que el gran éxito de las empresas japonesas en los mercados de productos de todo el mundo, la retención de gran parte de los *cash-flows* generados y la escasez de oportunidades rentables de inversión en sus negocios nucleares, otorgaron a estas empresas una notable holgura financiera que llevó a la sobreinversión. En España, Giner y Salas (1997) también encuentran evidencias a favor de la hipótesis de sobreinversión entre las empresas que cotizaron en bolsa durante el período 1965-1989.

En un trabajo más reciente referido a empresas del Reino Unido, Nickell *et al.* (1997) contrastan explícitamente la hipótesis de sustituibilidad entre los mecanismos de gobierno propiamente dichos y la competencia en los mercados de productos. Según sus resultados, el impacto de la competencia en el crecimiento de la productividad es menor entre aquellas empresas que poseen un mayor nivel de endeudamiento y/o poseen un accionista significativo, por lo que la evidencia apunta a favor de la hipótesis de sustituibilidad.

Gobierno de la empresa, financiación y crecimiento

Una de las consecuencias esperadas de las diferencias en los modelos de gobierno empresarial, son las diferencias en la forma en que las empresas financian sus inversiones. Sin embargo, los primeros trabajos empíricos que pretenden confirmar esta previsión obtienen resultados contrarios a los espe-

rados. Según el cuadro 2.5, por ejemplo, las empresas, sea cual sea el país al que pertenecen, recurren a la autofinanciación como principal fuente de financiación para sus inversiones. Sólo Japón parece utilizar algo más que el resto de países la financiación bancaria, mientras que las empresas de Estados Unidos acuden con mayor proporción que el resto al mercado de deuda. Este primer resultado parece reforzar la tesis de que el gobierno de la empresa apenas influye en las decisiones reales.

Cuadro 2.5

FUENTES DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

Fondos monetarios en proporción a la inversión en activos fijos; promedio período 1970-1994; España, 1983-1995

	Alemania	Japón	Reino Unido	Estados Unidos	España
Autofinanciación	80,3	69,9	93,3	96,1	87,2
Financiación bancaria	10,8	26,8	14,6	11,1	7,4
Bonos	-1,4	3,9	4,2	15,4	0,8
Ampliación capital	0,2	3,5	-4,6	-7,6	9
Proveedores	-1,1	-5,1	-0,9	-2,4	-
Transferencias capital	8,1	-	1,7	-	12,3
Otros	0,2	1	-	-4,4	-0,5
Ajuste estadístico	3,2	-	-8,4	-8,2	16,1

Fuente: Corbett y Jenkinson (1996) y Rosell (1997).

La evidencia del cuadro 2.5 restringe la muestra de países a los de un nivel de desarrollo económico similar e incluye sólo información agregada para el conjunto de la economía. Recientemente proliferan trabajos que amplían considerablemente la muestra de países y desagregan por sectores y por tipos de inversión, con el fin último de responder con mayor precisión al interrogante sobre la influencia o no del sistema financiero, y el modelo de gobierno asociado, en el crecimiento económico a largo plazo de los países. En este sentido, King y Levine (1993) y Levine y Zervos (1998) encuentran una asociación positiva entre el nivel de desarrollo de los mercados de capitales (sistema financiero en su conjunto) y el crecimiento a largo plazo de los países, aunque los resultados no permiten discernir si la asociación refleja una relación de causalidad y, de ser así, cuál es el sentido de la misma.

Rajan y Zingales (1998) tratan de resolver estas dudas a través de explicar el crecimiento de los diferentes sectores de actividad en función de su dependencia de financiación externa y del desarrollo del mercado financiero en cada país. La hipótesis de Rajan y Zingales es que si un mayor desarrollo del mercado de capitales significa también una mayor eficacia en la superación de los problemas de información asimétrica que afectan a la relación entre los inversores y las empresas, entonces aquellas industrias que dependen en mayor grado de la financiación externa para conseguir suficientes fondos con los que financiar sus inversiones, crecerán más en países donde los mercados de capitales están más desarrollados, pues obtendrán fondos a un coste inferior. Los resultados empíricos confirman la hipótesis.

Carlin y Mayer (1998) continúan y extienden el trabajo de Rajan y Zingales para tener en cuenta la naturaleza de las inversiones (capital físico, I+D y capital humano) y para distinguir entre desarrollo del mercado de capitales no intermediado y mercado de capitales intermediado (importancia relativa del crédito bancario). Sus resultados indican que la presencia de bancos y una propiedad concentrada tienden a producir mejores resultados (estimulan la inversión y el crecimiento) cuando los países se encuentran en estadios iniciales de su desarrollo y cuando las inversiones requieren una estrecha supervisión y control (industrias que invierten en capital físico y humano). Por el contrario, el mercado bursátil y la propiedad dispersa se muestran más efectivos en economías más desarrolladas y en industrias donde existe una considerable incertidumbre tecnológica (se realiza una mayor inversión en I+D).

2.3. El origen de las diferencias en sistemas financieros y de gobierno

La investigación económica más reciente está llegando a la conclusión de que el sistema financiero y de gobierno empresarial puede tener consecuencias para la eficiencia económica y el crecimiento a largo plazo de los países. De ahí que tenga especial interés conocer cuál es el posible origen de las diferencias observadas. Roe (1990, 1994) argumenta que las diferencias entre modelos de gobierno en países como Alemania, Japón y Estados Uni-

dos tenían un origen eminentemente regulatorio y legal, y que por tanto no podía afirmarse que se había llegado a la situación actual como resultado de un proceso de selección natural, donde las mejores prácticas y modelos se imponen sobre los peores. Recientemente, la investigación más completa y rigurosa sobre los determinantes regulatorios y legales de las diferencias en modelos financieros y de gobierno, es la realizada por La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (1997).

La investigación evalúa la normativa regulatoria y legal en 49 países con muy diverso grado de desarrollo, con el fin de determinar hasta qué punto esas normas protegen más o menos a los inversores financieros frente a los riesgos de expropiación por parte de directivos y trabajadores. Para ello se tiene en cuenta el origen de la norma legal, la calidad de la norma y la obligatoriedad efectiva de cumplimiento de la misma. Posteriormente relacionan estos indicadores con el desarrollo del mercado de capitales (empresas cotizadas, capitalización bursátil, deuda privada más bonos), encontrando una asociación positiva entre ambos grupos de variables.

La Porta *et al.* (1997) identifican cuatro orígenes distintos de la norma legal: inglés, francés, alemán y escandinavo. El primero corresponde al *common law*, es decir, las leyes las hacen los jueces y posteriormente se incorporan a los códigos. El derecho francés, alemán y escandinavo, en cambio, se apoya en el derecho romano y surge en gran parte de normas dictadas por expertos y legisladores. Con los indicadores seleccionados, el derecho francés, al que pertenece España, es el que peor protege a los inversores, tanto accionistas como acreedores, y el que peor garantiza el cumplimiento y aplicación de las normas legales. Por tanto, concluyen, en estos países, relativo a su desarrollo económico, el mercado de capitales presentará un bajo desarrollo y las empresas tendrán una estructura de propiedad más concentrada.

La investigación, por tanto, sugiere un cierto *trade-off* entre la protección legal de los intereses de los inversores frente al riesgo de verse expropiados por quienes controlan la empresa, y la presencia de inversores importantes que concentran una parte muy significativa de los fondos financieros necesarios. En este sentido, en países como Estados Unidos y el Reino Unido, donde la protección legal de los inversores es más intensa, la presencia de gran-

des inversores es menor, la propiedad de las acciones está más repartida entre pequeños inversores y las grandes empresas emiten deuda al mercado de capitales. Europa continental y Japón, en cambio, dependen menos de la protección legal de los inversores, pero se detecta una mayor presencia de grandes inversores y bancos. Fuera de estos países más desarrollados, la propiedad se halla fuertemente concentrada en familias y bancos; es aquí también donde la protección de los inversores es menor.

2.4. ¿Convergencia entre sistemas?

Tal como se ha puesto de manifiesto en el apartado anterior, la propiedad y el gobierno de las empresas difieren entre países con un nivel de desarrollo económico similar y entre países que difieren en su nivel de desarrollo. Las preguntas pertinentes son: ¿podemos esperar que se produzca un proceso de convergencia entre sistemas, al menos entre los países con un nivel de desarrollo similar?; ¿hacia qué modelo es previsible que se produzca esa convergencia? La respuesta a estas preguntas no es fácil y las investigaciones a que aludimos en el apartado anterior ayudan poco a precisarla, porque no contemplan la evolución del marco legal y la consiguiente respuesta de modelos de gobierno en el tiempo. Por ello, en este apartado nos limitaremos a exponer algunos de los argumentos, a veces especulativos, sobre la posible convergencia.⁽⁴⁾

Las condiciones para la convergencia

Quienes auguran convergencia entre los sistemas de gobierno basan su argumentación en las premisas de que: a) la convergencia surge de las presiones que empujan a todas las instituciones hacia la eficiencia, y b) existen fuerzas homogeneizadoras a nivel mundial que ejercen tales presiones.

La competencia empuja a las empresas y a las economías nacionales a que adopten las reglas y estructuras corporativas más eficientes. Los países

(4) El panel sobre «Mercado de Capitales y Gobierno de las Empresas» en *Moneda y Crédito*, nº 206 (1998), incluye los argumentos de O. Fanjul y V. Salas y G. de la Dehesa sobre la convergencia en los modelos de gobierno empresarial.

que fracasen en la adopción de las mejores estructuras de propiedad y gobierno se retrasarán en su desarrollo. Las empresas que no se adapten verán reducir sus beneficios y se les cortará el acceso a los mercados de capitales. Los países que no proporcionen a sus empresas un entorno legal eficiente y efectivo verán como las empresas emigran hacia otros países. La globalización de los mercados de productos y de capitales incorpora las fuerzas que presionan para que todas las empresas se preocupen por conseguir la máxima eficiencia.

Otro factor a considerar es el carácter universal de ciertas formas de organización económica. Todas las grandes empresas tienen unas características parecidas: necesitan conseguir capital, elegir al equipo directivo y transmitir la información relevante a todos los decisores clave dentro de la organización. Estos imperativos organizacionales inducirán cierta similitud estructural incluso cuando los actores dentro de cada sistema de gobierno no compiten de forma consciente con los de los demás. La necesidad de dotarse de estructuras y funciones básicas dará la impresión de que los sistemas han llegado a una convergencia parcial, pues la naturaleza de las empresas que operan a gran escala requiere que las funciones esenciales se lleven a cabo de forma efectiva.

Si existe una mejor práctica para realizar una función básica, las empresas y/o países que no la adopten fracasarán. Una vez que una determinada práctica es identificada como superior, las empresas competitivas la adoptarán o los códigos de buenas prácticas la recomendarán o, en última instancia, las normas la impondrán. Las empresas menos exitosas tenderán a imitar a las más exitosas. Las multinacionales trasladarán los diferentes sistemas de gobierno a través de las fronteras de los estados. Alguna imitación tendrá lugar al nivel de empresa, otra a través de normas regulatorias (por ejemplo, estándares contables) y otra formará parte de las recomendaciones en los informes que sobre determinados países realizan organismos supranacionales como la OCDE, por ejemplo. La convergencia competitiva actuará más rápidamente en economías más liberalizadas y con menores barreras al comercio.

La globalización de los mercados financieros también tiene una gran influencia. Esta globalización permitirá a las empresas, en particular a las de mayor dimensión, acceder al capital sin verse sometidas a los requisitos regulatorios nacionales. En cambio, las empresas tendrán que cumplir las normas

de los mercados internacionales, si desean que éstos les proporcionen el capital necesario. Tan pronto lo hagan, las normas domésticas perderán relevancia y los regímenes de regulación financiera tenderán a converger. Una vez hayan convergido las normas también lo harán los mecanismos de gobierno corporativo.

En este escenario, los inversores financieros transnacionales tienen sus propias preferencias sobre el sistema de gobierno y tratarán en lo posible de que se implanten allí donde coloquen sus inversiones. Durante los últimos años, la inversión transaccional tiende a favorecer la convergencia hacia patrones de gobierno americanos, pues los inversores internacionales que más activamente han impulsado iniciativas de gobierno corporativo proceden de Estados Unidos. Paralelamente, empresas que en sus países no encuentran los mercados de capitales suficientemente desarrollados para colocar las emisiones de títulos financieros que necesitan, acuden a los de otros países, generalmente al Reino Unido y Estados Unidos. Esto les obliga a adoptar las normas de contabilidad y gobierno que demandan los inversores de los países donde se financian.

Los obstáculos a la convergencia

A pesar de que las presiones para la convergencia entre sistemas de gobierno son intensas, existen razones para pensar en frenos a que tal convergencia se produzca.⁽⁵⁾

Primero, aunque las normas legales no son el único determinante de las estructuras de gobierno, sí que son uno de los determinantes críticos. Recordemos, por ejemplo, los resultados de La Porta *et al.* sobre la influencia de las normas legales en el desarrollo de los mercados financieros. El cambio de las normas legales corresponde al sistema político, el cual deberá poner en marcha cambios en las instituciones que asignan los derechos de propiedad. Los países difieren en el punto de partida relativo a estas instituciones, incluido el mayor o menor control del Estado sobre la actividad económica ejerciendo

(5) Esta sección se basa en Bebchuck y Roe (1998) y Milhaupt (1998). Bebchuck y Roe consideran que la evolución de los sistemas de gobierno es camino dependiente y por ello su convergencia será muy difícil.

derechos de propiedad. La convergencia requiere la estandarización en los derechos de control político sobre las empresas, y aunque las recientes olas de privatizaciones han supuesto un paso adelante en esa estandarización, se está todavía lejos de alcanzarla. La existencia de tendencias homogeneizadoras en los mercados de capitales y de productos, consecuencia de su progresiva globalización, no tiene paralelo en el terreno político, pues no existe un mercado político global que promueva la estandarización del control político sobre las empresas. Un fuerte deterioro económico puede llevar a un cambio político en el país, que a su vez transforma las instituciones de los derechos de propiedad, pero el proceso es lento y a veces impredecible.

Segundo, las diferencias en el poder político de los colectivos de «interesados» que concurren en la empresa pueden obstruir la convergencia. Directivos, trabajadores, accionistas, inversores institucionales, bancos... no están igualmente organizados y no ejercen la misma influencia sobre el proceso político en todos los países. Cualquier «modelo» de gobierno corporativo, imitado de forma consciente o en evolución espontánea, chocará probablemente con las preferencias políticas en conflicto de los diferentes grupos organizados en los distintos países, antes de llegar a la meta final. Pero incluso si se llega hasta el final, las diferencias en el poder negociador de unos colectivos y otros entre países hará muy difícil que el sistema ideal se implante en todos ellos. En breve, puesto que los sistemas de derechos de propiedad se diseñan y se mantienen teniendo en cuenta las realidades políticas además de la eficiencia económica, es de esperar que la diversidad de estructuras de control perdure en el tiempo en favor del *statu quo*.

Tercero, la convergencia en los modelos de gobierno se verá afectada por la relación entre la forma de gobierno que adopta una empresa y su estrategia competitiva. La fase en el ciclo vital en que se encuentra una empresa también condicionará la idoneidad de un sistema de gobierno. Es de prever que una estructura de propiedad más concentrada contribuirá más a la eficiencia en las etapas iniciales (nacimiento) y finales (desinversión) del ciclo vital, que en la fase intermedia de fuerte crecimiento, donde la dependencia de capitales externos para financiar la inversión necesaria obligará a la empresa a someterse al escrutinio permanente de los mercados financieros. Por lo tanto, la presencia dentro de un mismo país de empresas en distinta fase de su ciclo vital obligará a una necesaria heterogeneidad de formas de gobierno.

Cuarto, según los resultados de la investigación de Carlin y Mayer (1998), la efectividad de los diferentes patrones-modelos de gobierno varía según el estadio de desarrollo en que se encuentra cada país. Allen (1993), por su parte, señala que la contribución a la eficiencia de un mercado bursátil muy desarrollado es mayor cuando se trata de evaluar inversiones de alto riesgo tecnológico y comercial, pues el mercado en estos casos suple la incertidumbre permitiendo la agregación de múltiples valoraciones simultáneas. El mayor desarrollo de los bancos y la financiación intermediada favorece, en cambio, el control de las empresas en sectores más maduros y tecnologías de fabricación complejas. Si esto es cierto, la divergencia será incluso deseable desde el punto de vista de la eficiencia económica.

Por último, hay que tener en cuenta la diferente importancia para la eficiencia económica de la convergencia en los fines frente a la convergencia en los medios. Lo importante es conseguir que cada empresa tenga acceso en las mejores condiciones a los recursos que necesita y que utilice positivamente los que genera internamente. Esto puede conseguirse de diferentes formas. Por ejemplo, la disciplina de un accionista activo cuando se trata de reemplazar a un equipo directivo incompetente, puede ser similar a la que consigue un mercado de control activo con propiedad accionarial dispersa.

Recuadro 2.1. La convergencia de la Unión Monetaria

El Grupo Consultivo sobre la Competitividad, de la Comisión Europea, emitió un informe sobre los mercados de capitales y la competitividad en la Unión Monetaria, donde se plantean propuestas dirigidas a impulsar procesos de convergencia en varios aspectos que inciden directa o indirectamente en el gobierno de las empresas. Resumimos en este recuadro algunas de sus recomendaciones más relevantes.

Fiscalidad y contabilidad

- *Conseguir una reducción sustancial de las nocivas diferencias en el tratamiento fiscal del ahorro y la inversión.*

- *Proseguir la armonización de las reglas de contabilización, declaración y publicidad por las que se rigen las empresas europeas y los mercados de capitales.*

- *Lograr una mayor armonización de los préstamos hipotecarios.*

- *Abolir las diferencias en las normativas nacionales sobre fondos de pensiones, así como los obstáculos a la comercialización transfronteriza de los servicios financieros al por menor.*

Gobierno de la empresa

- *Desarrollar las similitudes emergentes en aproximaciones al gobierno de la empresa, especialmente en al menos tres áreas importantes:*

- *Conseguir un código de buenas prácticas para el gobierno de las empresas, de alcance europeo.*

- *Definir una normativa básica para los Estados miembros relativa a la propiedad pública de la empresa.*

- *Superar los obstáculos proteccionistas a la propiedad extranjera establecidos por los gobiernos nacionales, sobre todo en las privatizaciones.*

- *Complementar los esfuerzos para lograr un mercado de trabajo más flexible con un marco de cooperación entre trabajo y capital que favorezca la participación de los trabajadores en la empresa a todos los niveles.*

Y en el camino hacia ese objetivo:

- *Llevar a cabo ejercicios comparativos para averiguar las mejores prácticas internacionales en materia de participación de los trabajadores en el capital de la empresa.*

Mercados

- *Orientar la supervisión bancaria hacia la estabilidad a través de reforzar los efectos disciplinarios de los mercados en lugar de limi-*

tar la competencia. Una forma de evitar esto es terminar con la segmentación de los sectores y eliminar barreras a la entrada.

- *Garantizar que la política de la competencia en la Unión Monetaria se mantiene a un ritmo similar al del desarrollo de los mercados, incluyendo el rápido cambio tecnológico y la globalización, al tiempo que al hacer frente a las prácticas o posiciones contrarias a la competencia no se impide la innovación.*

- *Asegurar al nivel de todos los Estados de la Unión dos importantes condiciones para el funcionamiento eficiente de una red diversificada y articulada de mercados de acciones:*

- *Supervisión efectiva con una aplicación rigurosa y transparente de autorregulación.*

- *La interconexión de mercados locales y especializados para conseguir un amplio acceso a nivel europeo, con el fin de estimular la eficiencia y unos menores costes de transacción.*

- *Llevar a cabo intervenciones activas para eliminar la información privilegiada y aumentar la transparencia de los intercambios de acciones en Europa hasta conseguir los más altos estándares internacionales.*

- *Estimular el desarrollo de una industria de fondos de pensiones de alcance europeo, eficiente y de categoría mundial.*

Conclusión

La visión panorámica de los patrones de propiedad-gobierno dominantes en los países desarrollados permite detectar diferencias sustanciales entre ellos. Al menos tres modelos claramente diferenciados emergen de esta observación: el modelo alemán, el modelo japonés y el modelo anglosajón. Puesto que los tres modelos han demostrado su efectividad en conseguir niveles de vida altos en los países donde se han difundido, la primera conclusión sugiere que el modelo dominante de gobierno empresarial no influye en la

eficiencia económica. Sin embargo, estudios recientes que relacionan el desarrollo del sistema financiero de un país con su crecimiento económico en muestras más grandes de países con diferente grado de desarrollo, encuentran evidencias a favor de la hipótesis de que la financiación-propiedad de las empresas influye en el crecimiento económico de los países.

El estado de la cuestión podría resumirse como sigue: diferencias en las normas legales que determinan un mayor o menor grado de protección para los inversores financieros influyen en el desarrollo del mercado de capitales y en la importancia relativa que tienen dentro de él la financiación a través de acciones cotizadas en bolsa o la financiación a través de deuda bancaria. El nivel de desarrollo y la priorización de unas fuentes de financiación sobre otras influyen en los recursos que se invierten por las empresas (físicos, humanos o tecnológicos), los cuales a su vez facilitan el desarrollo de unas industrias o sectores frente a otros. Las diferencias en el crecimiento agregado de los países proceden de diferencias en la especialización sectorial y de la rapidez con que los sectores se desarrollan, en función de que el crecimiento se sustente en un tipo de recursos u otros. En este contexto se explicaría la ventaja de Estados Unidos frente a Alemania y Japón en sectores de alta tecnología y alto riesgo tecnológico y comercial, mientras que Alemania y Japón albergan empresas con superioridad competitiva demostrada en sectores con complejas tecnologías de proceso y trabajadores directos relativamente cualificados.

Constatada la importancia de los patrones de propiedad-gobierno, la pregunta siguiente es saber si existen o no tendencias hacia la convergencia entre todos ellos y en qué dirección. En este sentido, el texto aporta argumentos a favor de tal convergencia y en la dirección del modelo anglosajón, pero también se apuntan otros elementos que hacen presagiar que la convergencia, de producirse, será lenta y en direcciones impredecibles en este momento. Una de las conclusiones defendida con insistencia en la literatura es que la evolución de los sistemas de propiedad-gobierno es camino dependiente (*path dependence*) con intensas complementariedades entre los atributos del sistema. 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. En otros términos, es prioritario prestar más atención a la convergencia en los fines que se esperan del modelo de gobierno que en los medios para alcanzarlos.

Con respecto a España, su posición en los modelos dominantes parece más próxima al modelo centroeuropeo que al modelo anglosajón, aunque con diferencias notables (como, por ejemplo, en la composición del consejo de administración). Los estudios realizados sitúan a nuestro país en la órbita del sistema jurídico de origen francés, al que se atribuye una escasa protección de los intereses del inversor financiero, principalmente cuando se trata de un pequeño accionista. Si a ello unimos que, al menos hasta principios de los años noventa, España tenía la puntuación más baja de los países de la OCDE en estándares contables, que constituyen una pieza básica en la protección de los intereses de los inversores financieros, nuestro país ha podido ver frenado su crecimiento histórico por un entorno legal y normativo poco propicio para el desarrollo de los mercados de capitales. En resumen, las evidencias aportadas en este capítulo sugieren la conveniencia de prestar atención a nuestro marco legal y regulatorio en cuanto puede influir en el desarrollo del mercado de capitales y en la viabilidad de determinadas formas de gobierno empresarial.

En los capítulos siguientes tendremos oportunidad de profundizar en el conocimiento de los mecanismos de gobierno empresarial en España, comparativamente con los que se han impuesto en otros países.

III. Los intereses de directivos y trabajadores

Introducción

La perspectiva dominante en la literatura sobre gobierno de la empresa centra su atención en el conflicto de intereses y las posibles ineficiencias que se derivan del mismo, entre inversores financieros (principalmente accionistas) y directivos; entre quienes poseen la propiedad legal sobre los activos de la empresa y quienes habitualmente controlan su uso y aplicación. En un contexto ideal, donde la información necesaria para hacer contratos con respaldo legal estuviera fácilmente disponible para todos, el conflicto se resolvería por la vía del pacto y la consiguiente plasmación contractual del mismo, con lo cual las ineficiencias desaparecen. Sin embargo, en el mundo real la situación más corriente es de incertidumbre e información asimétrica, condiciones que hacen posible y probable el oportunismo pre y poscontractual. El contrato deberá respetar las condiciones de información existentes y en la mayoría de los casos sólo se conseguirán óptimos de segundo rango.

Obviamente, el conflicto de intereses entre los propietarios de los activos y quienes deciden sobre su uso se eliminaría si la propiedad y el poder de decisión recayeran en una misma persona. Ello será factible si quien posee las habilidades necesarias para una buena gestión de la empresa tiene suficiente riqueza como para financiar con ella los activos productivos, y al mismo tiempo, no quedar excesivamente expuesto al riesgo. Cuando quienes poseen las habilidades directivas tienen una riqueza limitada, la financiación necesaria

para adquirir los activos productivos tendrá que ser proporcionada por inversores externos. Surge así la especialización a que se aludía en el párrafo anterior y con ella la potencial ineficiencia que se hará lo posible para minimizarla, pues repercute negativamente en las contrapartidas que se van a percibir.

Una de las posibles vías para aprovechar los beneficios⁽¹⁾ y reducir los costes de la especialización entre inversores financieros y directivos, es la del contrato que establece las contrapartidas que recibe el directivo a cambio de gestionar en beneficio de los inversores propietarios los activos productivos de la empresa. Como norma general, el contrato buscará que las contrapartidas que recibe el directivo se determinen de tal modo que la maximización de su riqueza personal se alinee lo máximo posible, dadas las condiciones de información y preferencias, con la maximización del valor económico de los activos que determinan a su vez la riqueza de los inversores financieros. El objetivo de este capítulo es estudiar desde una perspectiva positiva y normativa los contratos de los directivos en empresas donde está separados la propiedad y el control de los activos productivos.⁽²⁾

En general, los activos de la empresa se utilizan en combinación con otros recursos productivos, principalmente trabajo, de manera que la riqueza que se crea debe repartirse entre todos los recursos que contribuyen a crearla. Los accionistas-inversores contratan un directivo para que gestione el proceso de producción conjunta, para lo cual el directivo debe extender unos nuevos contratos con el resto de propietarios de recursos, principalmente los trabajadores. La eficiencia final de la combinación de servicios proporcionados por los trabajadores y servicios extraídos del resto de recursos de la empresa, dependerá no sólo del contrato por el que se vincule el directivo que interactúa directamente con los accionistas, sino del conjunto de contratos que vinculan con la actividad de la empresa a todos los trabajadores. Por este motivo, el capítulo hará mención también a los instrumentos que contribuyen a alinear intereses de los trabajadores y de los inversores financieros en la maximización de la riqueza total.

(1) Entre estos beneficios se incluye una mejor asignación de riesgos que permite reducir el coste del capital y el hecho de que los directivos se eligen en función de sus habilidades y formación y no según sus orígenes familiares.

(2) Una exposición complementaria de este tema puede verse en Milgrom y Roberts (1992, cap. 13). Murphy (1998) constituye un excelente panorama del estado de la cuestión sobre la economía de la retribución de los altos directivos.

3.1. Discrecionalidad de los directivos y conflicto de intereses con los accionistas

Como se ha dicho en la introducción, buena parte del debate y reflexión sobre la empresa y su gobierno no existiría si quienes contratan sus servicios de trabajo con los accionistas que aportan capital pudieran suscribir contratos en los que las contrapartidas mutuas se vincularan inequívocamente con la maximización de la riqueza creada. Los altos costes de transacción impiden alcanzar esta situación ideal y los contratos que finalmente se suscriben otorgan a las partes suficiente discrecionalidad para que actúen buscando su propio interés particular. El objetivo de este apartado es evaluar hasta qué punto la discrecionalidad y preferencias de los directivos pueden entrar en conflicto con los intereses de los accionistas poniendo en peligro la eficiencia última de la relación.

Supóngase primero que la función de preferencia de los directivos contempla la maximización de su riqueza y que ésta depende, a su vez, de las expectativas de renta adecuadamente corregidas por el riesgo que llevan asociadas. Si es así, la evidencia empírica según la cual los altos directivos de las empresas de mayor tamaño reciben un salario ajustado por riesgo superior al que reciben los directivos de empresas más pequeñas, lleva a la conclusión de que un medio a disposición de los directivos para aumentar su riqueza es aumentar el tamaño de las empresas que gestionan. Si en la búsqueda de una mayor dimensión la empresa excede el tamaño que maximiza la riqueza de los accionistas, entonces la discrecionalidad del directivo a la hora de influir en el tamaño de la empresa será contraria a los intereses de los accionistas.

Las preferencias por el tamaño (como fuente de «poder» o como medio para conseguir mayores salarios), junto con suficiente discrecionalidad para influir en él, constituyen los fundamentos de la «teoría managerial» de la empresa y de las primeras explicaciones sobre el origen de la ineficiencia a que da lugar la separación entre propiedad y control; Baumol (1959), Williamson (1964). Más recientemente, las numerosas e importantes desinversiones que acometen las empresas americanas en los años ochenta se citan como evidencia de que la diversificación no relacionada (conglomerado) en que se vieron envueltas esas empresas durante los años sesenta, superó los

límites que recomendaba el aprovechamiento óptimo de las economías de escala y de alcance. En apariencia, durante los años cincuenta y sesenta la gran empresa americana se gestionó de acuerdo con las preferencias y discrecionalidad de los directivos, lo cual a la larga llevó a pérdidas de riqueza para los accionistas. Para algunos, la «revolución de los accionistas» de los años ochenta y noventa es una reacción contra la empresa managerial.

El conflicto entre intereses de accionistas y directivos se manifiesta también en las estrategias de inversión. Habitualmente, la retribución que recibe el directivo a cambio de su trabajo profesional constituye su principal fuente de renta y riqueza. Por lo tanto, las posibilidades de que utilice la diversificación de su patrimonio personal como una forma de reducir la exposición al riesgo de la riqueza son limitadas. La alternativa es reducir el riesgo de su salario a través de minimizar el riesgo de quiebra de la empresa, y para ello adopta estrategias de inversión altamente conservadoras. Puesto que la riqueza de los accionistas está más diversificada, las alternativas de rentabilidad-riesgo preferidas por el director sacrifican excesiva rentabilidad para reducir riesgo, en relación a las que prefiere el accionista diversificado. Las evidencias empíricas en las que se pone de manifiesto que las estrategias de inversión de los directivos no maximizan la riqueza de los accionistas son abundantes.⁽³⁾

La tercera vía por la que los directivos usan su discrecionalidad en contra de los intereses de los accionistas es a través de autoasignarse unos salarios excesivos (lo cual es posible gracias a su control efectivo sobre el consejo de administración) o consumir en beneficio propio recursos de la empresa. El supuesto es, no obstante, complejo de probar, pues la productividad del trabajo directivo es difícil de evaluar y sólo conociéndola podríamos saber si las retribuciones evolucionan o no de acuerdo con la misma. La retribución de los altos directivos ha sido un tema muy controvertido en los últimos años, especialmente en Estados Unidos, donde algunas retribuciones han superado los 100 millones de dólares. En ese mismo país, la mediana del paquete retributivo de los altos ejecutivos (CEO) de las mayores empresas no financieras se incrementó en un 68%, en términos reales, entre 1983 y 1993,

(3) Véase Amihud y Lev (1983), Morck *et al.* (1990) y Lang y Stulz (1994).

mientras que los salarios del resto de trabajadores permanecían estancados en términos reales. Ya en 1989 se afirmaba que, corrigiendo por diferencias en paridad de compra, los directivos de las empresas americanas percibían una compensación dos veces superior a la de los directivos de las empresas europeas y tres veces superior a la de los directivos de empresas japonesas, aunque a cambio de ello la compensación extrasalarial era menor y asumían un mayor riesgo, debido a unos contratos de menor duración y a que soportaban unos efectos reputacionales más intensos. En cualquier caso, a finales de los ochenta el multiplicador del salario de un directivo al más alto nivel, con respecto al salario del trabajador directo, era, en promedio, 109 en Estados Unidos, 35 en el Reino Unido y 17 en Japón.

Para justificar esta supuestamente generosa retribución de los altos directivos americanos, se argumenta que se trata de una retribución vinculada a los resultados de la empresa. Sin embargo, la sensibilidad de la retribución de los directivos a los resultados de la empresa ha sido puesta en cuestión. En efecto, la evidencia señala que la retribución de los directivos muestra una escasa relación con las variaciones en el precio de las acciones, acorde con la escasa participación de los directivos en el capital de sus empresas (una mediana de 0,25% y una cifra todavía menor en las empresas muy grandes).⁽⁴⁾

Una cuarta forma de que disponen los directivos para comportarse de manera aprovechada es su «atrincheramiento». Éste consiste en tomar decisiones explícitas con el propósito de dificultar la efectividad de las ofertas públicas de adquisición, OPA, como mecanismo de control. La sobreprotección se consigue por varios caminos: aumentar el nivel de endeudamiento para hacer menos atractiva la adquisición, Novaes y Zingales (1995); invertir en proyectos que son específicos al equipo directivo actual; adoptar estructuras organizativas que hace al equipo indispensable; limitar el poder de voto de las acciones; introducir píldoras envenenadas, etc. La investigación empírica americana ha detectado, en la mayoría de los estudios realizados, que la incorporación de medidas defensivas por los administradores repercute negativamente en el precio de las acciones y, por lo tanto, la conclusión final es que su adopción va en detrimento de los intereses de los accionistas. Así, por

(4) La controversia suscitada ha llevado a que se limite a un millón de dólares de los directivos deducible de la base imponible del impuesto de sociedades cuando la retribución no está vinculada a los resultados de la empresa.

ejemplo, De Angelo y Rice (1983) y Jarrell y Paulsen (1988) encuentran que el anuncio público de una modificación estatutaria anti OPA, como es exigir mayorías cualificadas para cambiar los miembros del consejo, da lugar a rendimientos anormales negativos para los accionistas.

Una segunda evidencia en este sentido es la que proporcionan los estudios donde se muestra que el mercado paga primas por conseguir el control de las empresas, primas que no tendrían razón de ser si los directivos/accionistas que controlan la empresa recibieran los mismos beneficios que quienes no controlan. Barclay y Holdernees (1992) encuentran que, en Estados Unidos, grandes paquetes accionariales se intercambian a precios superiores a los que se pagan posteriormente por acciones que intercambian pequeños accionistas, lo cual sugiere que los compradores de paquetes de control obtienen beneficios que no son extensibles al resto de accionistas minoritarios. Lease *et al.* (1984), De Angelo y De Angelo (1985) y Zingales (1995) encuentran que acciones con beneficios económicos similares pero con derechos políticos superiores se cotizan a precios más altos (aunque las diferencias no son excesivamente grandes). Los premios por derechos políticos varían de unos países a otros, diferencias que han sido interpretadas como evidencia de ineficiencias en los mecanismos de gobierno respectivos.⁽⁵⁾

En España, Eguidazu (1996) constata que el 43% de las empresas cotizadas tienen establecidas medidas que buscan la protección de los accionistas/directivos actuales frente a operaciones que puedan sustraerles el control de la empresa. Álvaro Cuervo (1993) lamenta que la CNMV no se haya pronunciado expresamente sobre algunas operaciones de protección especialmente llamativas, como la de Telefónica, y muestra su opinión contraria a cualquier medida que dificulte la normal transferencia de los derechos de control. Sin embargo, Crespi (1996) y González y Fernández (1995), replicando para el caso español estudios realizados antes en Estados Unidos, no han detectado efectos significativos de ningún signo, de la introducción de medidas defensivas en los rendimientos anormales de las acciones.

(5) Levy (1982) encuentra que el premio por poder político es del 45,5% en Israel; Franks y Mayer (1998) analizan el caso de Alemania; Zingales (1994) estima un premio del 82% en Italia, cifra que sugiere una elevada ineficiencia del sistema de gobierno empresarial en Italia, aunque no tanto como se ha demostrado en Rusia con las privatizaciones, Boyco *et al.* (1993).

3.2. La retribución de los directivos: evidencias y discusión

Es de esperar que, ante una eventual actuación de los directivos contraria a los intereses de los accionistas, estos últimos reaccionen y ofrezcan unas contrapartidas contractuales que atenúen en lo posible los efectos negativos para la eficiencia de la inevitable discrecionalidad de los directivos, especialmente al más alto nivel. Los contratos entre accionistas y directivos no son fácilmente observables. Además, en buena parte se tratará de contratos implícitos donde la reputación y la confianza, la preocupación por la carrera profesional de los directivos y otras consideraciones que fomentan el autocontrol en el ejercicio de la discrecionalidad directiva, jugarán sin duda un papel importante.

Todo esto significa que la evaluación de la importancia que se atribuye a los contratos cuando se trata de resolver el conflicto de intereses entre accionistas y directivos es difícil de realizar, debiendo limitarse a aquello que ha sido posible observar en países, principalmente Estados Unidos y el Reino Unido, en los que durante años se ha exigido a los altos directivos de las empresas cotizadas plena transparencia sobre el nivel y composición de sus paquetes retributivos. Estudiando la parte del contrato explícito que establece la contrapartida que recibe un directivo a cambio de los servicios que presta a la empresa, es posible inferir en qué grado se consigue una mayor o menor correlación entre la evolución de la riqueza de los accionistas y de los directivos, y por lo tanto se produce una mayor o menor alineación entre los intereses de unos y de otros.

En este apartado se resumirán algunos de los datos más significativos que se han publicado sobre retribución de directivos, principalmente referidos a Estados Unidos, país donde como se ha dicho existe una más amplia información pública al respecto. La discusión sobre retribución de directivos puede parecer por este motivo parcial, pero unos mercados de habilidades directivas cada vez más globales están propiciando la convergencia en las prácticas retributivas de los directivos en los distintos países, y las prácticas retributivas en Estados Unidos lideran la convergencia.

Nivel y estructura de la retribución de directivos: el caso de Estados Unidos

Según el documentado estudio de Kevin Murphy (1998), la retribución de los equipos directivos en Estados Unidos contiene cuatro componentes básicos: salario base, un «bonus» anual vinculado a los resultados contables, opciones sobre acciones de las empresas y planes de incentivos a largo plazo. Además, participan de planes de beneficios extrasalariales complementarios a los del resto de trabajadores, como, por ejemplo, planes de jubilación suplementarios, seguros de vida, compensaciones en caso de despido antes de la finalización del contrato (con una duración media de cinco años), etc.

El nivel y composición de la retribución varían en el tiempo entre unas industrias y otras y según el tamaño de la empresa. Así, por ejemplo, entre 1992 y 1996 la mediana de la retribución entre los altos ejecutivos de las grandes empresas americanas se incrementa en un 55%, desde 2,0 millones de dólares en 1992 hasta cerca de 3,2 millones en 1996. El componente retributivo que más ha contribuido a ese aumento es el valor estimado de las opciones sobre las acciones de la empresa, que en los años noventa han sustituido al salario base como el componente más importante de la retribución. En cuanto a las diferencias interindustriales, los menores niveles retributivos ocurren entre los directivos de empresas reguladas (*public utilities*) y los mayores en los sectores financieros. Por último, la evidencia empírica detecta una inequívoca asociación positiva entre nivel retributivo y tamaño de la empresa.

Componentes de la retribución

El *salario base* de los altos directivos se determina habitualmente a través de un proceso de *benchmarking* competitivo basado en encuestas salariales que cubren varios sectores (excepto en empresas reguladas y financieras, donde se tiende a utilizar encuestas propias).

Las encuestas acostumbra a presentar las retribuciones de los directivos desglosadas por niveles de tamaño de la empresa; en cada clase de tamaño se indica el nivel salarial que corresponde a diferentes percentiles, 25%, 50% (mediana), 75%, por ejemplo. Cuando una empresa concreta quiere uti-

lizar la encuesta para determinar el nivel salarial de un ejecutivo concreto se pone a su disposición la relación logarítmica-lineal de salario y tamaño (cifra de ventas, por ejemplo) estimada para las empresas que colaboran en la elaboración de la encuesta.

Los directivos están muy pendientes de la determinación del salario base, a pesar de que éste parece perder importancia relativa. Primero, el salario base sigue siendo un componente clave del contrato directivo, que incluye subidas regulares en dicho salario a lo largo del tiempo. Segundo, al tratarse de la parte fija del salario, directivos aversos al riesgo preferirán de una forma natural un mismo incremento en la parte fija que en la parte variable. Tercero, la mayor parte de los componentes de la retribución se determina en relación al salario base (bonus, opciones, compensación en caso de despido, pensiones de jubilación...).

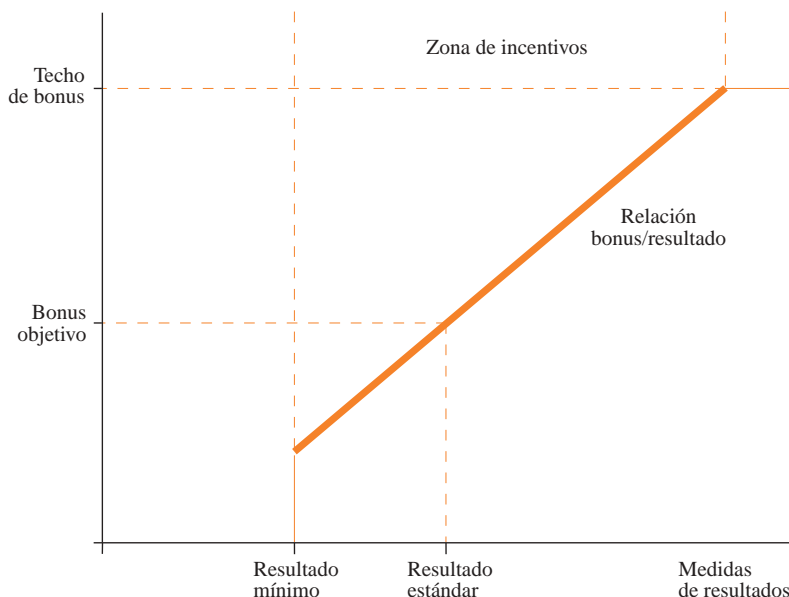
Entre las grandes empresas americanas, prácticamente todas ofrecen un plan de bonus anual vinculado a los resultados del ejercicio. Teniendo en cuenta la información sobre paquetes retributivos elaborada por una conocida empresa de consultoría, Towers Perrin, Kevin Murphy (1998) distingue los planes de «bonus» ofrecidos por las empresas americanas a sus directivos atendiendo a tres variables: medidas de resultados, estándares de resultados y la estructura de la relación bonus-resultado.

El plan más frecuente responde a la representación del gráfico 3.1. El directivo no recibe «bonus» alguno hasta que se alcanza un nivel mínimo de resultados (generalmente expresado en porcentaje del estándar de resultados marcado), y cuando se alcanza ese nivel mínimo entonces se percibe un «bonus mínimo». El bonus objetivo se recibe cuando se alcanza el estándar de resultados marcado. El contrato incorpora habitualmente un «techo» en los bonus a percibir (expresado como porcentaje del bonus objetivo). El intervalo entre el nivel mínimo de resultados y el techo se denomina «zona de incentivos», pues dentro de ella mejoras en los resultados dan lugar a incrementos en los bonus percibidos.

Los indicadores de resultados varían sensiblemente de unas empresas a otras, tanto en el número de indicadores a utilizar (uno solo –por ejemplo, beneficios– o varios –beneficios y crecimiento de las ventas–), como en su

COMPONENTES DE UN PLAN ANUAL DE INCENTIVOS

Murphy (1998)



naturaleza (contable o bursátil, satisfacción de los clientes, etc.). Sin embargo, prácticamente todas las empresas estudiadas utilizan alguna medida de resultados contables: ingresos, beneficio neto, resultados operativos, valor económico añadido (EVA), etc. Las disparidades se repiten en cuanto al estándar de resultados elegido, aunque lo más frecuente es que el estándar coincida con el objetivo marcado por la empresa para el ejercicio económico (por ejemplo, los beneficios netos presupuestados). Otras posibilidades incluyen utilizar como estándares crecimientos interanuales; resultados relativos a los que obtienen otras empresas; coste del capital; y valores discretionales fijados subjetivamente por el consejo de administración. En cuanto a la *estructura de pagos-resultados*, la más frecuente entre las empresas estudiadas es el plan «80/120». Este plan establece que no se recibe bonus alguno a no ser que el resultado exceda el 80% del valor del estándar fijado, mientras que el techo en el bonus comienza a actuar cuando el resultado excede el 120% del estándar.

Recuadro 3.1. Evaluación del desempeño

El modelo más ortodoxo de gobierno empresarial avalúa el desempeño de la alta dirección de acuerdo con el criterio de creación de valor para el accionista. Sin embargo, saber cuándo se crea valor no siempre es fácil y con frecuencia se utilizan indicadores erróneos. Veamos, a través de una simple ilustración numérica como la del cuadro adjunto, algunas de las posibles confusiones.

	Período 1		Período 2	
	Supuesto A	Supuesto B	Supuesto A	Supuesto B
Activo	1.000	1.000	1.100	1.100
Deuda	1.000	–	1.100	–
Amortización	50	50	55	55
BAI	100	100	105	105
Gastos financieros	–100	–	–100	–
Beneficio contable	–	100	–5	105
Cash-flow	50	150	50	160
Beneficio contable por acción	–	1,0	–	1,05
CF por acción	–	1,5	–	1,6
Beneficio económico	–	–	–5	–5

Otros supuestos:

- Coste de la deuda = 10% = Coste oportunidad fondos propios.
- En el período 2 se repone capacidad y se invierten 100 u.m. en un proyecto con rentabilidad del 5%.
- Beneficio económico = BAI – Coste oportunidad de la inversión.
- Número de acciones = 100.

La regla general de creación de valor es que se pongan en marcha proyectos de inversión cuya rentabilidad supera el coste de oportunidad de la inversión, es decir, lo que el inversor financiero sacrifica por destinar su dinero a ese proyecto. Cuando no es posible observar los proyectos que se eligen por los directivos, la correcta aplicación o no de esta regla por el directivo se evalúa a posteriori, a partir de los estados financieros convencionales.

A través de la simple ilustración numérica se constata la diversidad de conclusiones a que puede llegarse según el indicador utilizado y según cual sea la estructura financiera de la empresa. En el período 1 el beneficio contable oscila entre 0 y 100, según que la empresa se financie sólo con deuda (caso extremo) o se financie con fondos propios. Esta diferencia se traslada también al cash-flow generado (beneficio contable + amortización). El beneficio económico, en cambio, es siempre 0 y coincide con el contable cuando la financiación es íntegramente con deuda. En este caso, el coste explícito y de oportunidad coinciden y no hay diferencia entre beneficio contable y económico.

En el período 2, bajo los supuestos contemplados, tenemos un beneficio contable negativo en el supuesto A y un beneficio contable mayor que en el período 1 en el supuesto B. El beneficio económico continúa siendo el mismo en los dos supuestos y su valor, negativo (se destruye valor), algo que sabemos que iba a ocurrir, pues se invierte en un proyecto con rentabilidad inferior al coste del capital. El crecimiento observado en el beneficio contable por acción (dentro del supuesto B) ofrece una apreciación engañosa de la mejora en el desempeño.

La ilustración deja claro que el concepto económico del beneficio es el indicador que mejor nos mide la creación o destrucción de valor. A una conclusión similar se llegaría comparando la rentabilidad del activo con el coste de oportunidad del capital. Por ejemplo, en el período 2 esta rentabilidad es $BAI/Activo$, igual $105/1.100 = 9,54\%$, menor que el coste de oportunidad del 10%. En la realidad, el cálculo del beneficio económico presenta otras complicaciones, pero creemos que constituye una orientación que induce los menos errores.

Las *opciones sobre acciones de la empresa* son contratos en los que se otorga al directivo el derecho a comprar acciones a un precio y plazo prefijados. La evidencia empírica muestra que la mayoría de las empresas que conceden opciones lo hacen con un plazo de ejecución de 10 años y el precio de compra se fija alrededor del precio de mercado en el momento de otorgarse; las empresas varían en cuanto al tiempo mínimo de espera que establece el contrato hasta que la opción puede ejercitarse.

Como se ha indicado antes, la utilización de opciones se ha generalizado entre las empresas americanas en los últimos años y su valor supera en muchos casos al del salario base. La difusión de las opciones se ha producido al mismo tiempo que se detecta un retroceso en la proporción de acciones en manos de los altos ejecutivos de las mismas empresas. En este sentido, Murphy (1998) destaca que entre las 500 S&P, el porcentaje de acciones en manos de sus CEO ha descendido desde el 0,35% en 1987 hasta el 0,14% en 1996. Sin embargo, debido a la evolución del mercado con fuertes y prolongadas subidas de valoración bursátil de esas acciones, ha pasado de 5,0 millones de dólares a 6,9 millones de dólares en el mismo período.

Discusión

¿Qué valoraciones emergen de la evidencia expuesta sobre la retribución de los altos directivos en las empresas americanas?

En primer lugar, la utilización generalizada de encuestas y procedimientos de *benchmarking* para determinar el salario base formaliza y refuerza la relación observada entre retribución y tamaño de la empresa. Además, puesto que los salarios por debajo del percentil 50 se etiquetan habitualmente como «por debajo del mercado», mientras que a los que se sitúan entre los percentiles 50 y 75 se les considera competitivos, las encuestas contribuyen a aumentos sucesivos en el salario medio, con el fin de acercarse al nivel competitivo (efecto *ratchet* o trinquete). Una crítica importante al procedimiento utilizado para determinar el salario base es que las encuestas no ajustan diferencias salariales atribuibles a factores que desde el análisis económico se consideran relevantes para predecir el nivel retributivo, como son: edad, expe-

riencia, educación y resultados. Sería deseable, por tanto, que el salario base se ajustara para tener en cuenta explícitamente habilidades directivas requeridas, complejidad de las tareas a desempeñar, tramo de control..., pues el tamaño de la empresa es, en el mejor de los casos, una aproximación imperfecta a estas variables potencialmente importantes.

Segundo, en relación con los bonus anuales, su objetivo último es proporcionar incentivos para conseguir mayores beneficios, pero tal como están diseñados plantean dudas sobre su eficacia. Como ya se ha dicho, el principal determinante de los bonus son los beneficios contables. La información contable es verificable y ampliamente comprendida, cumpliendo la condición que desde la práctica de la fijación de incentivos se demanda con insistencia: los directivos comprenden y pueden ver cómo sus actuaciones cotidianas afectan a los beneficios de la empresa. Sin embargo, los beneficios contables están inherentemente vinculados a acciones pasadas y en ellos se reflejan resultados a corto plazo; por tanto, si los directivos se fijan sólo en los beneficios contables pueden tomar acciones que mejoran el beneficio corriente, pero a costa de perjudicar los beneficios futuros (por ejemplo, recortar los gastos en I+D). Además, los beneficios contables son manipulables, bien a través de ajustes discrecionales bien a través de «desplazar» ingresos y costes de unos ejercicios a otros.

Los estándares de resultados causan problemas cuando quienes se evalúan en relación a ellos están en condiciones de influir en el proceso de su determinación. Los estándares fijados a partir de presupuestos o resultados del período anterior son susceptibles de estar influidos por decisiones conscientes de los directivos (por ejemplo, rebajando los niveles de resultados corrientes cuando se sabe que servirán de referencia para fijar estándares futuros), afectando negativamente a la efectividad última del sistema de incentivos. En contraste, los estándares atemporales (como el coste del capital) o los que se fijan en relación con resultados de la industria o de un grupo ajeno de empresas, son susceptibles de una menor manipulación, y por tanto ofrecen ventajas en este sentido.

El estrecho rango de la zona de resultados que supone la llamada «zona de incentivos» (gráfico 3.1), así como las no linealidades del típico

plan de incentivos, son también fuente potencial de ineficiencias.⁽⁶⁾ Así, por ejemplo, si los resultados hasta una fecha determinada permiten anticipar que al final del ejercicio se alcanzará un resultado en la zona donde actúa el techo de bonus, los directivos tendrán incentivos a frenar sus esfuerzos y a «inventariar» beneficios para que afloren en el ejercicio siguiente. De igual modo, si los resultados esperados al final del ejercicio van a situarse por debajo del estándar mínimo, el directivo tenderá a relajar sus esfuerzos. Por último, si el resultado se acerca a la zona de incentivos, la discontinuidad en el pago de bonus hará que se estimulen las acciones (creativas y efectivas) encaminadas a conseguir el resultado que da derecho a recibir un bonus positivo. En otros términos, la función de retribución tiene una pendiente de infinito en el punto de resultado mínimo y de cero en el punto donde comienza el techo.

Tercero, las opciones sobre acciones de la empresa proporcionan una relación directa entre la retribución de los directivos y la revalorización en el precio de la acción, pues la contrapartida de ejercitar la opción aumenta con el incremento en el precio de la acción. Sin embargo, las opciones no reproducen los mismos incentivos que la propiedad de acciones de la empresa. En efecto, las opciones premian sólo la revalorización de las acciones y no la rentabilidad total de las mismas, en la que se incluye también el pago de dividendos. Por lo tanto, si no se corrige en el contrato proporcionando la contrapartida monetaria equivalente de dividendos cuando se ejecuta la opción, los directivos en posesión de opciones tenderán a preferir la reinversión de beneficios al pago de dividendos. Por otra parte, puesto que el valor de las opciones aumenta con la volatilidad del precio de las acciones, los directivos con opciones encontrarán más atractivos proyectos de alto riesgo. Finalmente, las opciones pierden poder como incentivos cuando el precio de la acción desciende muy por debajo del precio de ejercicio de la opción y el directivo percibe como muy improbable que la opción llegue a ser ejecutada.

Una cuestión especialmente relevante en las opciones es el método utilizado para su valoración. La fórmula más frecuente es la de Black y Scholes (1973), pero esta fórmula está basada en la premisa de que los inversores

(6) Holmstrom y Milgrom (1987) demuestran formalmente las condiciones que justifican linealidad en la función óptima de incentivos.

pueden cubrir sus riesgos, y, por lo tanto, la opción se valora como si los tenedores de la opción fuesen neutrales al riesgo. Cuando el tenedor de la opción es el directivo de una empresa, esta hipótesis no se cumple, lo cual provoca, entre otras cosas, una diferencia importante entre el valor que tiene la opción para el directivo que la recibe y el coste para el accionista que la otorga.

Todas estas consideraciones han hecho surgir dudas sobre la razonabilidad económica de la explosión en el uso de opciones para retribuir a los altos directivos de las empresas americanas, hasta el punto de que existe un cierto consenso en explicar dicha explosión por razones políticas (se responde a las críticas generalizadas en los años ochenta sobre la poca relación existente entre resultados de las empresas y retribución de los directivos de empresas americanas), técnicas (la forma en que se determina el número de opciones cuando el mercado bursátil marca precios al alza) y psicológicas (los directivos aceptan más fácilmente las opciones cuando el mercado de capitales está en base alcista durante un largo período de tiempo).⁽⁷⁾

¿Cuál es en definitiva la relación entre retribución de los directivos y riqueza de los accionistas?

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

La riqueza de los directivos está *explícitamente* vinculada al objetivo de los accionistas, crear riqueza a través de un mayor valor de las acciones, por medio de la tenencia de acciones y opciones. *Implícitamente*, la riqueza del directivo se vincula con el precio de las acciones a través de los bonus en función de los beneficios contables (pues existe a su vez una correlación entre beneficios contables y precio de las acciones) y a través del ajuste año a año en los niveles salariales, bonus estándar, etc. Murphy (1998) presenta una estimación precisa y detallada de la relación entre variación de la riqueza de

(7) Yermack (1995) analiza los determinantes del pago con opciones y concluye que se relacionan muy poco con los postulados de la teoría de los contratos óptimos.

los directivos y variación de la riqueza de los accionistas en las empresas americanas. Las conclusiones pueden resumirse en los siguientes puntos.

Primero, la sensibilidad de la retribución de los directivos a los resultados obtenidos (variación de la riqueza de los directivos) se debe sobre todo a los efectos explícitos (opciones y acciones). Por ejemplo, el 95% de la sensibilidad estimada para las empresas manufactureras en 1996 refleja opciones y acciones. Segundo, la sensibilidad varía de unas industrias a otras, siendo especialmente baja para las empresas reguladas. Tercero, la sensibilidad de la retribución a los resultados se incrementa a lo largo del período 1992-1996, debido casi exclusivamente al comportamiento de las opciones.

En cuanto a la relación entre sensibilidad y tamaño de la empresa, su valor es claramente de signo negativo. En 1996, la mediana de la sensibilidad de la retribución a los resultados fue de 4,36 dólares de variación en la retribución del directivo por 1.000 dólares de variación en la riqueza de los accionistas, para las empresas más grandes dentro del S&P 500, y de 7,69 dólares por 1.000 para las más pequeñas. Para muestras de empresas más pequeñas, la mediana de sensibilidad estimada se eleva hasta 28,23 dólares por 1.000 dólares de variación de riqueza del accionista.

Murphy concluye su análisis señalando que, en 1996, la mediana de la riqueza de los accionistas se situaría alrededor de 0,6% para el conjunto de empresas S&P 500. Esta cifra es casi el doble del 0,325% estimado por Jensen y Murphy (1990) para el período 1970-1988. A pesar del incremento, la distancia entre intereses de los accionistas e intereses de los directivos debe calificarse como de muy grande, pues por cada 10 millones de dólares de «consumo» que el directivo realice de bienes de la empresa (nuevas oficinas, viajes, etc.), el coste efectivo para el directivo es sólo de 60.000 dólares (es decir, algo más de una semana de salario si tenemos en cuenta que la mediana de salario está en 3,2 millones de dólares).

Evaluación normativa

La baja sensibilidad de la retribución de los directivos a variaciones en la riqueza de los accionistas sugiere que el sistema de incentivos diseñado

a través del contrato retributivo es de «bajo poder», y por ello no puede esperarse que la discrecionalidad directiva se utilice en beneficio de los accionistas. Esta constatación sugiere dos explicaciones de alcance muy distinto: a) los directivos controlan realmente el proceso de fijación de retribuciones, y por ello eligen una retribución que se ajusta a sus preferencias y no a las necesidades de los accionistas; y b) el poder de los incentivos es necesariamente bajo dadas las recomendaciones normativas que se derivan de los contratos óptimos de segundo rango.

La primera explicación ha sido sugerida ampliamente en la literatura,⁽⁸⁾ hasta el punto que entre las recomendaciones de los códigos de buenas prácticas de gobierno se incluye la de que el consejo de administración se dote de una comisión de retribución y nombramiento del director general, previsiblemente con el propósito de impedir, o al menos minimizar, la influencia del director general en la determinación de su paquete retributivo.⁽⁹⁾

Con respecto a la segunda explicación, para pronunciarse sobre ella es necesario disponer de un modelo normativo de referencia, como, por ejemplo, el que surge de la teoría de la agencia.⁽¹⁰⁾ En términos generales este modelo recomienda que la relación entre retribución y resultados debe ser menor que uno para tener en cuenta la aversión al riesgo que se le supone al directivo. Esto implica a su vez que el contrato óptimo de segundo rango supondrá siempre alguna pérdida de eficiencia con respecto al de primer rango, si éste fuese factible, pérdida que en términos relativos aumenta a medida que la asociación entre retribución del directivo y riqueza de los accionistas se hace menor.

La teoría de la agencia predice también que la sensibilidad de la retribución del directivo al resultado del accionista, en el óptimo, aumenta con la productividad de las decisiones del directivo y disminuye con su grado de

(8) Véase Main *et al.* (1995), Newman y Mozes (1997). Sin embargo, Anderson (1997) encuentra evidencias contrarias al supuesto de que los directivos influyen a su favor en el proceso de fijación de sus retribuciones.

(9) La CNMV proporciona un detalle pormenorizado de composición y funcionamiento recomendados para la comisión de retribución y nombramiento del máximo directivo, dentro del consejo de administración, que responde al espíritu del Informe Olivencia.

(10) Las referencias sobre la teoría de la agencia son amplísimas. En Hart y Holmstrom (1987) se proporciona un excelente resumen en el contexto de la teoría general de los contratos. Milgrom y Roberts (1992, cap. 7) presentan una exposición muy asequible a los fundamentos de la teoría aplicada al diseño de contratos de incentivos.

aversión al riesgo, con el nivel de riesgo de la variable de resultados y con el coste marginal de extraer esfuerzo del directivo. Por lo tanto, la sensibilidad de la retribución al resultado será necesariamente baja si, por ejemplo, para una productividad dada, el riesgo y la aversión de los directivos son relativamente elevados. En este sentido, Haubrich (1994) demuestra que las estimaciones de Jensen y Murphy (1990), a pesar de mostrar una muy baja sensibilidad de la retribución a los resultados, podrían ser correctas desde la perspectiva de un contrato de agencia óptimo, teniendo en cuenta el grado de aversión al riesgo esperado para la mayoría de los directivos.

De acuerdo con el modelo que seguimos en esta reflexión, la sensibilidad de la retribución a los resultados debe variar de unas empresas a otras según sean los valores respectivos de las variables que intervienen en la determinación de la sensibilidad óptima; Garen (1994) confirma que efectivamente esto es así para la muestra de empresas con que realizan su estudio Jensen y Murphy (1990).

Segundo, la teoría recomienda algunas orientaciones que deben seguirse para acercarnos al contrato óptimo: contribuye a la eficiencia incorporar en el contrato variables que reduzcan el riesgo de la medida de resultados, así como variables informativas sobre el esfuerzo y/o la calidad de las decisiones tomadas por el directivo, que influyen en la riqueza de los accionistas. Así, por ejemplo, entre las primeras variables se incluirían los resultados de otras empresas que incorporan fuentes de variabilidad comunes, dando lugar a lo que se denomina evaluación relativa de resultados.⁽¹¹⁾ La segunda recomendación podría justificar la utilización de variables de resultados contables junto con variables de resultados de mercado en la retribución de los directivos. El seguimiento de estas recomendaciones estaría supeditado a considerar también el coste de obtener las variables adicionales que se incorporan a la función de retribución, así como las posibilidades que ofrecen de ser manipuladas por los directivos.⁽¹²⁾

(11) Por ejemplo, la evaluación contempla la evolución de la rentabilidad de la empresa en términos relativos a la evolución de la rentabilidad media del sector donde se encuentra, o simplemente la rentabilidad de referencia es la del conjunto del mercado.

(12) Las evidencias empíricas señalan que en la práctica la evaluación relativa es poco usual, a pesar de las aparentes ventajas que ofrece. Se desconoce realmente por qué es así.

La teoría normativa sobre contratos nos dice que un contrato con incentivos de bajo poder para el directivo, será muchas veces óptimo, dadas las condiciones de información y preferencias bajo las que ha de redactar ese contrato. Pero ello no impide reconocer que los «costes de agencia» resultantes de un contrato de incentivos de bajo poder pueden ser extraordinariamente altos. El corolario final de todo esto debe ser que el nivel y composición de la retribución directiva son insuficientes para conseguir la alineación deseada entre intereses de directivos e intereses de accionistas. En otros términos, se necesitan otros mecanismos de gobierno complementarios, como, por ejemplo, la amenaza de que unos pobres resultados pueden llevar a la destitución del equipo directivo, bien por iniciativa del consejo de administración actual, bien por otro nuevo que surja tras una operación de toma de control. La pérdida del puesto de trabajo por mala gestión manifiesta repercutirá muy negativamente en la carrera profesional del directivo y, ante tal expectativa, habrá que suponerle el máximo empeño en evitar que la empresa entre en serias dificultades por unos pobres resultados económicos. El capítulo dedicado al consejo de administración muestra evidencias de la rotación de consejeros en función de los resultados de la empresa, la cual es extensible a los equipos directivos.

El reconocimiento de que la discrecionalidad directiva puede verse afectada por otros cauces, además del que se deriva de su contrato retributivo, hace surgir la pregunta sobre la importancia relativa de cada uno. Sin embargo, así como es fácil encontrar evidencia documental de las consecuencias negativas para la empresa de un paquete retributivo de sus gerentes mal diseñado, la evidencia directa de que al aumentar el poder de los incentivos aumenta el precio de las acciones es muy escasa,⁽¹³⁾ por lo cual con lo que sabemos hasta la fecha, tal importancia relativa no puede determinarse.

(13) Brickley *et al.* (1985) documentan un rendimiento anormal del 2,5% en la rentabilidad de los accionistas cuando las empresas introducen retribuciones basadas en acciones de la empresa para sus máximos ejecutivos. Yermack (1997) también encuentra que los precios de las acciones aumentan cuando se anuncia la introducción de opciones en el paquete retributivo de los directivos. Sin embargo, Yermack sugiere que esta evidencia refleja la presión de los directivos para que se les pague con opciones cuando, en razón de su información privilegiada, saben que el precio de las acciones subirá en el inmediato futuro.

La retribución de directivos en España

El estudio de la retribución de los directivos en España está seriamente limitado por la falta de información pública sobre la misma. Contrariamente a lo que ocurre en Estados Unidos y en el Reino Unido, entre otros países, en España las empresas no están obligadas a informar sobre la retribución detallada de sus altos directivos, limitándose la exigencia legal a información pública sobre retribución global del consejo de administración. La referencia al caso español vendrá limitada por la información disponible que se concreta en la que proporcionan empresas especializadas en realizar las encuestas de retribuciones y el *benchmarking* correspondiente.

Cuadro 3.1

RETRIBUCIÓN DE LOS DIRECTIVOS EN ESPAÑA (1997)

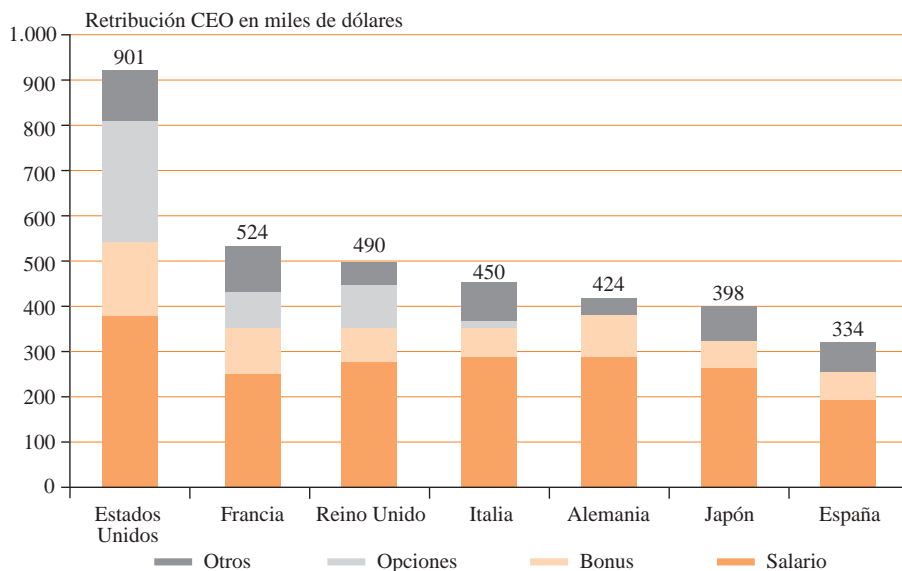
En miles de pesetas

Ventas empresa (millones de ptas.)	Director general	Director de personal	Director financiero administrativo	Director comercial	Director de producción
1.000	17.106	7.535	9.125	10.424	8.643
5.000	23.681	10.257	11.536	12.434	11.520
10.000	25.879	11.580	12.969	13.626	12.861
15.000	27.648	12.570	13.691	14.082	13.497
20.000	29.215	13.218	14.718	14.672	14.743
25.000	30.553	13.751	15.532	14.851	15.669
30.000	30.735	14.385	16.119	15.086	16.198

Fuente: *El País*, 9-11-1997, según datos facilitados por CEINSA.

El gráfico 3.2 muestra la retribución competitiva de una muestra de altos directivos de empresas españolas y su composición, comparadas con las de directivos en otros países desarrollados, según datos de la consultora Towers Perrin. La retribución competitiva de los CEO españoles está por debajo de la que reciben los CEO de otros países de su entorno, como, por ejemplo, los de Francia, Alemania e Italia. Las cifras están referidas al salario representativo de una empresa industrial con unas ventas equivalentes a 250 millones de dólares/año, aunque no se ajustan por diferencias en paridad de poder de compra. La observación del gráfico permite comprobar que la retribución de los directivos en Estados Unidos es el doble de la retribución en

COMPARACIÓN INTERNA DE NIVELES Y ESTRUCTURAS RETRIBUTIVAS DE CEO EN 1997



Fuente: Murphy (1998), según datos de Towers Perrin.

otros países desarrollados, aunque las diferencias más marcadas se producen en la parte variable de la retribución; es decir, el salario base es mucho más parecido entre los diferentes países. Aquellos directivos con mayor peso de la parte variable reciben una retribución competitiva total también superior.⁽¹⁴⁾

En España, la retribución en opciones sobre acciones de la empresa está prácticamente ausente, según los datos de Towers Perrin. Algo similar ocurre en Alemania, Japón e Italia, mientras que en Francia y el Reino Unido las opciones representan una parte significativa de la retribución total, aunque inferior a la que representan en la retribución de los directivos en Estados Unidos.⁽¹⁵⁾

(14) Esto es de esperar si tenemos en cuenta que para un averso al riesgo lo relevante al evaluar un paquete retributivo no es la retribución esperada sino su equivalente cierto. Éste disminuye con la variabilidad de la retribución y con el grado de aversión al riesgo, por lo que será necesaria una retribución total esperada mayor, para conseguir un mismo equivalente cierto, cuanto mayor sea la variabilidad ex-ante de la retribución.

(15) En este capítulo no nos ocupamos con detalle de las prácticas retributivas de los directivos en Alemania y Japón porque la documentación disponible es muy escasa.

Retribución y tamaño de la empresa

La información disponible permite corroborar para el caso español la relación positiva entre retribución de los directivos y tamaño de la empresa, al igual que ocurre en el caso americano; cuadro 3.1. El director general miembro del consejo de administración percibe, en 1997, una retribución media de 17,1 millones al año si las ventas de la empresa son 1.000 millones y una retribución de 30,7 millones si las ventas anuales son de 30.000 millones. La relación positiva entre tamaño y retribución se detecta también en los directores responsables de las áreas funcionales. Ortín (1996) y Ortín y Salas (1997) analizan con mayor detalle la relación entre retribución de los directivos (CEO) y tamaño de la empresa calculando la elasticidad entre retribución (salario más bonus) y tamaño (ventas) de la empresa, para una muestra de 650 CEO. La elasticidad estimada, positiva y significativa, fue del 12%, es decir, diferencias en el 100% de la cifra de ventas entre dos empresas darán lugar a diferencias del 12% en la retribución de sus máximos directivos. La elasticidad del 12% es prácticamente la mitad de la estimada en otros países, especialmente Estados Unidos, donde la mayoría de los estudios encuentran elasticidad del 25%; Rosen (1992).

Cuadro 3.2

INCREMENTOS RETRIBUTIVOS MEDIOS SOBRE EL NIVEL JERÁRQUICO INTERIOR

En porcentajes

	Producción	Marketing	Administración	Total
Director general	46,0	28,4	45,0	40,0
Director de división	15,0	12,0	18,0	15,0
Director funcional	44,0	40,0	44,0	43,0
Director de departamento	25,0	22,0	19,5	22,0
Director de sección	25,0	20,0	21,0	21,0

Fuente: Ortín y Salas (1998), con datos de ICOSA.

Mercados directivos internos

Los estímulos a la eficiencia a que están sometidos los directivos de las empresas no sólo provienen de su retribución corriente y el grado en que la misma se vincule al desempeño. Probablemente más importante es la ex-

pectativa de mejorar la retribución futura accediendo a nuevos puestos de trabajo mejor retribuidos. La evidencia empírica pone de manifiesto que la retribución de los directivos aumenta al aumentar el nivel jerárquico que se ocupa dentro de la organización, mientras que desde la teoría de los mercados internos de trabajo se argumenta que esas diferencias retributivas obedecen en parte al interés de la empresa por crear un torneo o competición entre los directivos que ocupan un nivel jerárquico, en su disputa de los puestos del nivel jerárquico superior.⁽¹⁶⁾

Para comprender los incentivos bajo los que actúa un directivo de la empresa cuando desempeña su trabajo, habrá que tener en cuenta la estructura de premios que le ofrece la carrera laboral. Esto es válido también para el máximo directivo por un doble motivo. Primero, porque entre sus expectativas de promoción estará ocupar un puesto de alto nivel en otra empresa más grande que le retribuirá más generosamente. Segundo, porque la presencia de directivos en el nivel jerárquico inferior disputándose el puesto jerárquico superior, en el supuesto de que éste quedara vacante por algún motivo, supondrá una competencia efectiva para el director general.

La evidencia disponible en España ha permitido estimar el incremento medio en retribución (salario más bonus) que recibe un directivo al incrementar el nivel jerárquico que ocupa dentro de la organización; cuadro 3.2. En promedio, el director general, máximo ejecutivo, recibe una retribución superior en un 40% a la que recibe el inmediato inferior, director de división. Éste, cuando está presente en el organigrama de la empresa, obtiene a su vez un 15% más de retribución que el director funcional correspondiente, quien también recibe un 43% más de compensación que el directivo en el nivel jerárquico inmediatamente inferior. Entre los niveles cuarto y quinto y quinto y sexto las diferencias retributivas se sitúan en algo más del 22%. Aplicando estos incrementos sucesivos, el director general de una empresa obtiene, en promedio, una retribución 3,5 veces superior a la de un directivo del sexto nivel jerárquico, suficiente diferencia como para tenerla en cuenta cuando se evalúan los incentivos a la eficiencia que están presentes en las actuaciones de los directivos.

(16) Una revisión actualizada de las teorías de mercados internos de trabajo y su relación con las prácticas retributivas puede encontrarse en Lazear (1995).

La composición de las retribuciones

Las encuestas sobre retribución de directivos incluyen información sobre el tipo de contrato por el que dichos directivos se vinculan a la empresa. A partir de ella es posible conocer la importancia de la retribución variable en la retribución de los directivos españoles, cuadro 3.3. Como puede comprobarse, más de la mitad de los altos directivos reciben algún tipo de retribución variable en 1992, mientras que ésta representa el 20% de la retribución total, en promedio, entre los altos directivos cuyo contrato contempla esa retribución. Excepto en marketing, tanto la proporción de directivos que reciben retribución variable como la importancia de la misma disminuye al descender de nivel jerárquico.

Cuadro 3.3

UTILIZACIÓN DE BONUS EN LA RETRIBUCIÓN DE DIRECTIVOS EN ESPAÑA (1992)

Director general	52,4 / 20			
Director de división	47,7 / 18			
	Producción	Marketing	Personal	Finanzas
Director de área funcional	39,5 / 14	53,4 / 19	39,5 / 13	40,6 / 15
Director de departamento	29,3 / 12	62,1 / 20	32,4 / 11	33,1 / 12

Nota: La primera cifra representa el porcentaje de directivos en cada nivel y área que recibe bonus. La segunda cifra es la proporción que representan los bonus sobre la retribución total para los directivos con bonus positivos.

Fuente: Ortín y Salas (1998), con datos de ICESA.

Las cifras de retribución variable, bonus, presentadas en el cuadro 3.3 están en línea con las que se muestran a partir de datos más recientes que indican una proporción del 19% de retribución variable en la retribución de los altos directivos del primer nivel y un 13% en los de tercer nivel jerárquico.⁽¹⁷⁾ Al mismo tiempo contrastan con las que se observan entre los directivos de las empresas en Estados Unidos, donde la retribución variable alcanza fácilmente el 50% de la retribución total. Existen indicios que apuntan hacia una mayor proliferación de fórmulas de retribución variable entre las empresas españolas, en particular el previsible uso de las opciones sobre acciones, pero no están documentadas.

(17) Ricart *et al.* (1998).

Otras consideraciones

La evidencia empírica presentada sugiere que la retribución de los altos directivos entre las empresas españolas está débilmente vinculada a la riqueza de los accionistas, aunque no existe, que sepamos, un estudio similar al de Jensen y Murphy (1990) que haya verificado esta vinculación. Si creemos que el contrato retributivo es un mecanismo eficaz para alinear los intereses de accionistas y directivos, en España existen claras oportunidades para avanzar por este camino.

Al mismo tiempo, para valorar adecuadamente los resultados expuestos habrá que tener en cuenta también la estructura de propiedad dominante entre las empresas españolas, comparada con la que predomina entre las empresas anglosajonas, con un accionariado mucho más disperso que el que se observa en España. La concentración accionarial se refleja en la participación accionarial representada en el consejo de administración, la cual supera, en promedio, más del 40% del capital entre las empresas cotizadas y bajo control familiar (véase capítulo IV). Esta cifra está muy por encima del 0,6% que representa la variación de la retribución de los altos directivos de las empresas americanas al variar la riqueza de sus accionistas, y aunque no es lo mismo el conjunto del consejo que el máximo directivo, los incentivos del consejo a supervisar la labor del directivo serán sin duda muy fuertes.⁽¹⁸⁾

Es cierto también que las privatizaciones de antiguos monopolios públicos ha incrementado la presencia en el mercado español de empresas con un accionariado más disperso, donde la representación accionarial en el consejo será mucho menor que el 40% citado. Estas empresas serán en principio las más susceptibles de beneficiarse de estructuras retributivas que impliquen una mayor sensibilidad de la retribución de sus directivos a cambios en la riqueza de los accionistas, así como de la puesta en marcha de las comisiones de retribución y nombramientos que propone el recientemente elaborado código de buenas prácticas.

(18) Fernández *et al.* (1998) estiman en 8% la participación accionarial media de los altos directivos en el capital de las empresas que cotizan, porcentaje que asegura una sensibilidad de sus retribuciones a cambio en el valor de las acciones muy superior al que se estima para las grandes empresas americanas.

Recuadro 3.2. ¿Qué se entiende por gestión excelente?

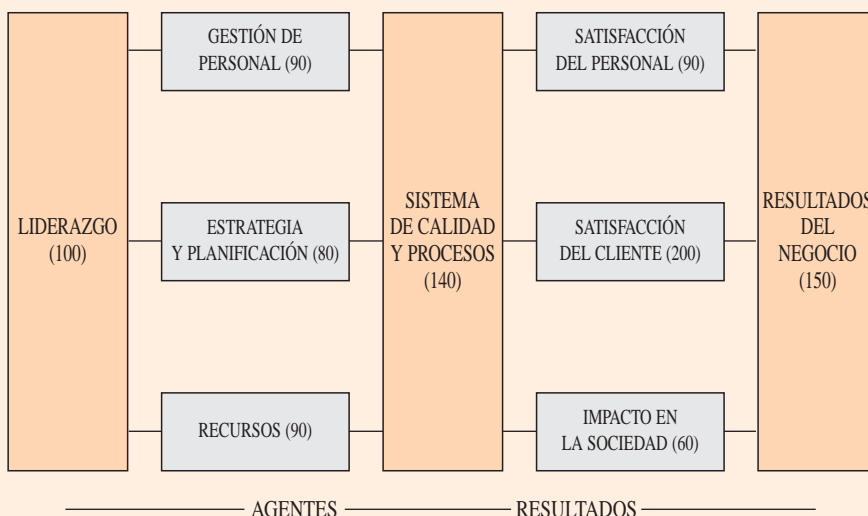
La visión de la empresa como una forma de acción colectiva cuya misión es maximizar la riqueza de los accionistas, supedita cualquier indicador o medida la calidad de gestión a los resultados de los titulares de las acciones.

Sin embargo, en los últimos años se han popularizado en el análisis profesional de la gestión indicadores de «excelencia empresarial» que aunque reconocen la importancia de los resultados estrictamente financieros de la actividad empresarial, éstos forman parte de una medida de performance multidimensional que recuerda una perspectiva de «interesados» (stakeholders). Nos referimos, por ejemplo, a la excelencia empresarial que se propugna desde el modelo Baldrige en Estados Unidos, o desde el modelo de la European Foundation for Quality Management (EFQM) en Europa.

El esquema siguiente resume las dimensiones que propone la EFQM cuando se trata de evaluar la calidad de la gestión de una empresa. En total se proponen nueve indicadores agrupados en dos grandes categorías, «agentes» y «resultados»; cada indicador se evalúa en una escala entre cero y uno y se pondera de acuerdo con los puntos que se muestran en cada casilla. La empresa alcanza la máxima calidad cuando consigue 1.000 puntos.

La propuesta de la EFQM ha sido definida como «filosofía» o modelo de gestión, pero al cuantificar los indicadores propuestos y dar una puntuación total, sugiere que la gestión de la empresa excelente requiere maximizar la suma ponderada de los resultados conseguidos en cada criterio. ¿Se está proponiendo una nueva función objetivo para la empresa? ¿Cómo motivamos a los equipos directivos para que tomen sus decisiones de acuerdo con la nueva función? ¿Es compatible con la de maximización de la riqueza del accionista? La popularidad que estén adquiriendo modelos como el de la EFQM requiere profundizar en estas cuestiones.

MODELO EUROPEO DE EXCELENCIA EMPRESARIAL (EFQM)



3.3. La integración de los intereses de los trabajadores

La exposición precedente se ha ocupado de la alineación entre los intereses de los directivos y los intereses de los accionistas como inversores financieros, dentro del objetivo último de optimizar las oportunidades de crear riqueza. La pregunta que nos hacemos ahora es hasta qué punto el gobierno de la empresa debe prestar atención también al problema de alinear intereses de los trabajadores con el objetivo último de maximizar la eficiencia económica.

En el modelo más convencional de empresa que inspira el estudio de los problemas de gobierno, el único trabajador con discrecionalidad en las decisiones dentro del contrato que lo vincula con la empresa es el directivo. Pre-

visiblemente, el resto de trabajadores están sujetos a contratos que no permiten capacidad de iniciativa, excepto para decidir sobre continuar o no dentro de la empresa. Si eligen permanecer dentro, o bien existe un contrato que establece todas y cada una de las contrapartidas y por tanto al aceptarlo es de suponer que el trabajador tiene perfectamente protegidos sus derechos, o bien el contrato es incompleto, pero corresponde al empleador o a su delegado (el directivo) decidir sobre qué hacer según las contingencias que se vayan presentando; por qué acepta el trabajador este contrato es ahora más difícil de explicar, aunque no tanto si aceptar el contrato supone mantener intactas las opciones de salida.

Dentro del escenario descrito, los problemas de contratación se han formulado en términos de cómo se protege el empresario/directivo del oportunismo del trabajador en un entorno caracterizado por la información asimétrica, bien del tipo selección adversa (el empresario no conoce la habilidad-productividad del trabajador en el momento del contrato), bien del tipo de riesgo moral (el empresario, una vez contratado el trabajador, tiene dificultades para discernir si sus acciones y empeño están acordes con lo pactado en el contrato). Resolver estos problemas es competencia de la gestión de recursos humanos dentro de la empresa.

Existen otras situaciones donde los trabajadores son vulnerables a las decisiones de los empresarios/directivos y en ellas la relación se invierte, pues los trabajadores desearán alguna protección frente al riesgo que asumen al aceptar el contrato. Se trata, por ejemplo, de situaciones donde los trabajadores realizan inversiones en capital humano específico y la opción de abandonar la relación contractual no asegura suficiente protección de las quasi-rentas correspondientes. Si la relación laboral se regula con un contrato incompleto donde el empresario/directivo posee todos los derechos residuales de decisión, las quasi-rentas son susceptibles de expropiación, y ante tal eventualidad la inversión específica no se realizará.

Durante los últimos años (influidas por el reconocimiento de la inversión en capital humano específica como una de las principales fuentes de ventaja competitiva de las empresas japonesas), las empresas de muchos sectores y países han fomentado la inversión en capital humano específico como una fuente de ventaja competitiva sostenida o, en otros términos, tal inversión se ha visto como una fuente de creación de riqueza de la que también los inver-

sores financieros podrán beneficiarse. Paralelamente, las condiciones tecnológicas y competitivas han cambiado, así como probablemente las preferencias de las personas, de tal manera que se consiguen ganancias potenciales de productividad y efectividad (acierto en la identificación y satisfacción de las necesidades de los clientes), concediendo una mayor capacidad de iniciativa y decisión a los trabajadores a todos los niveles, es decir, desplazando poder de decisión hacia niveles inferiores.⁽¹⁹⁾

En el entorno descrito surgen problemas nuevos y se agudizan otros ya existentes: ¿cómo se estimulan las inversiones específicas, en particular las que tienen que ver con el capital humano?, ¿cómo se alinean los intereses de los trabajadores con el objetivo de eficiencia económica en una organización interna mucho más descentralizada? La respuesta genérica se resume en los términos «participación de los trabajadores en la empresa». Veamos algunas concreciones sobre el significado y alcance de esta participación.

La participación del trabajador en la empresa

A los efectos de la presente exposición, la participación del trabajador se identifica como un punto en un plano con dos coordenadas, una que representa la participación en el gobierno de la empresa y la otra que representa su participación en los beneficios. La «participación en el gobierno» significa que el trabajador tiene derechos políticos similares a los que otorga la posesión de acciones, si bien pueden ser de origen distinto, como el reconocimiento legal que se le otorga en Alemania para estar representado en el consejo de administración. La «participación en el beneficio» significa incorporar a los trabajadores en la categoría expresa de titulares de derechos sobre la renta residual, derecho que otorga la titularidad de acciones, pero que también se adquiere por otros medios como, por ejemplo, si la retribución contempla una parte variable vinculada a los beneficios de la empresa.

Diferentes niveles de participación en el gobierno se asocian con diferentes niveles de participación en los beneficios, dando lugar así a múltiples formas de participación del trabajador, cada una de ellas más o menos efectiva en resolver los problemas planteados según la intensidad con que se pre-

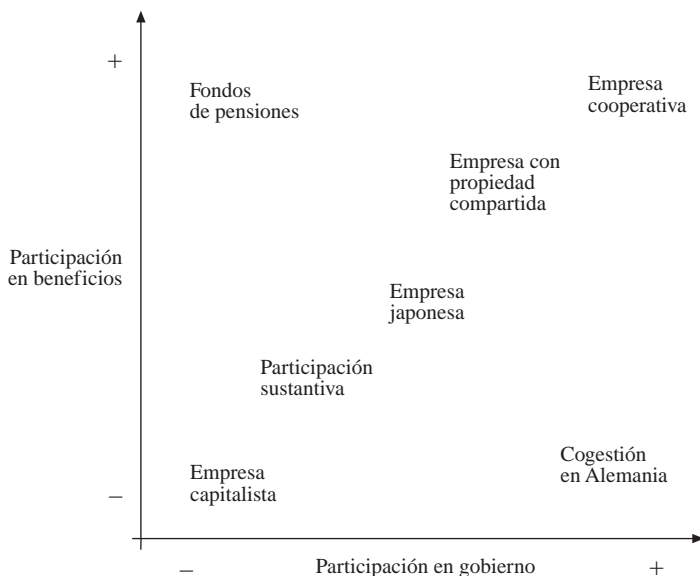
(19) Véanse, a modo de ejemplo, Salas (1998), Snower (1998) y Wruck y Jensen (1997).

senten y según las condiciones económicas e institucionales bajo las que se desenvuelve la empresa. Esto no es muy distinto del reconocimiento de la empresa societaria como una forma organizativa en evolución y que permite muchas variantes: más o menos poder efectivo de los directivos, mayor o menor concentración accionarial, etc.

El gráfico 3.3 muestra, en las dos dimensiones propuestas, diferentes modalidades conocidas de participación del trabajador en la empresa. En general, se aprecia una evolución de las formas a lo largo de la diagonal, lo cual significa que la participación en el gobierno va unida a la participación en el beneficio. Sin embargo, hay dos formas de participación que se alejan de esa diagonal: la de los fondos de pensiones y la de cogestión en Alemania. Los fondos de pensiones convierten a los trabajadores en titulares de acciones de muchas empresas y existen algunos, como CALPERS, con un papel relevante como accionista activo. Sin embargo, son los gestores del fondo

Gráfico 3.3

MAPA DE FORMAS DE PARTICIPACIÓN DEL TRABAJADOR EN LA EMPRESA



quienes pueden ejercer de accionistas activos (o personas en quienes deleguen), mientras que los beneficiarios últimos de los retornos del fondo, los trabajadores que han de cobrar las pensiones, tendrán dificultades y pocos incentivos para influir en dichos gestores sobre cómo ejercer de accionistas activos. En segundo lugar, los trabajadores titulares del fondo no son trabajadores de las empresas en las que invierte el fondo (por ejemplo, CALPERS es de los empleados públicos de California). De ahí que lo situemos en un punto que supone una alta participación en los beneficios (aunque referidos al conjunto de las empresas), pero baja en el gobierno.

Lo opuesto puede decirse de la cogestión alemana, donde los trabajadores no tienen una participación significativa en los beneficios, pues su retribución es fundamentalmente fija, y no tienen participaciones en el capital, pero su influencia en el gobierno es en principio elevada a través de su representación paritaria en el consejo. En Japón, en cambio, a los trabajadores se les reconoce una influencia efectiva en el gobierno de la empresa, sin estar representados directamente en el consejo, y además una notable participación en los beneficios a través de planes de retribución variable y participación en el capital de la empresa.⁽²⁰⁾

La participación sustantiva⁽²¹⁾ recoge las innovaciones organizativas que dan importante autonomía a los trabajadores en cuestiones que afectan a su puesto de trabajo y entorno más inmediato (círculos de calidad, mejora continua, grupos autónomos de trabajo...), al mismo tiempo que se establecen mecanismos para repartir con ellos las ganancias de productividad que se consiguen con su mayor implicación (con primas en función de objetivos alcanzados, participación en beneficios, etc.).

Un caso especialmente relevante es el de la empresa cuyos trabajadores poseen una participación significativa en el capital, compartiendo la propiedad con accionistas no trabajadores. Por ejemplo, la compañía americana United Airlines estableció, en 1994, una transacción por la cual los trabaja-

(20) Jones y Kato (1995) indican que en 1980 el 80% de las empresas japonesas cotizadas tenían en marcha planes de participación de los empleados en el capital de las empresas.

(21) El término está tomado de Levine y D'Andrea Tyson (1990). Estos autores distinguen entre participación informativa (la dirección de la empresa consulta a los trabajadores algunas cuestiones sobre su trabajo), participación sustantiva (al trabajador se le da autonomía en su entorno de trabajo) y participación representativa (el trabajador forma parte de los órganos de gobierno). Los autores insisten en que la efectividad de la participación en las decisiones requiere que se acompañe de participación en los beneficios.

dores adquirieron el 55% de las acciones de la empresa a cambio de una reducción de salarios y nuevas reglas de trabajo, valorada en casi 5.000 millones de dólares; la transacción se realizó dentro de la iniciativa ESOP (Employee Share Ownership Plans), que obliga a los trabajadores a mantener las acciones mientras permanecen en la empresa. Jeffrey Gordon (1998) estudia con detenimiento este caso y plantea la utilidad de la compra por los trabajadores de paquetes accionariales significativos de la empresa en situaciones de transición como las que se crean en industrias que evolucionan desde sectores regulados a la libre competencia. Gordon atribuye a la transacción capacidad para ayudar a resolver cuatro tipos de problemas: asignación equitativa de los costes de la transición entre trabajadores y accionistas; negociación eficiente sobre asignación de costes no recurrentes; negociación eficiente sobre asignación de costes recurrentes; creación de estructuras superiores en entornos transitorios.

Los problemas de asignación equitativa surgen debido a cambios en las circunstancias económicas que reducen la rentabilidad de la empresa. En teoría, el descenso en beneficios podría traducirse en descensos en la riqueza de los accionistas (a través de menores dividendos) o en descensos en la riqueza de los trabajadores, en forma de unos menores salarios o reducciones de plantilla. Desde una perspectiva normativa, la cuestión es cómo *deberían* asignarse finalmente los costes. Si la respuesta pasa por algún tipo de reparto entre ambos colectivos, accionistas y trabajadores, el intercambio de reducciones en los salarios pactados de antemano por acciones de la empresa puede servir para este propósito.

La preocupación por asegurar una negociación eficiente surge porque se reconocen asimetrías de información y riesgos de retención entre las partes que renegocian derechos adquiridos ante una eventual reducción en los ingresos esperados. Los principales afectados serán aquellos colectivos que han realizado inversiones específicas cuyas rentas están en principio garantizadas contractualmente, pero que perderán gran parte de su valor si la empresa quiebra. Por ejemplo, deuda sin colateral o trabajadores con un convenio que prevé salarios superiores al coste de oportunidad. Si la renegociación tiene éxito es previsible que se creará riqueza neta (valor de la empresa que supera a los costes de oportunidad de los recursos), pero el riesgo de fracaso

existe. De igual manera que la reestructuración de los compromisos financieros se hace a veces dando a los acreedores participación en el capital de la empresa, a través de dar esa participación a los trabajadores se dispone de un mecanismo que puede reducir la probabilidad de que fracase la renegociación.

La renegociación sobre asignación de costes recurrentes se refiere a situaciones en las que será necesario continuar negociando en el futuro y por lo tanto seguirá vigente el riesgo de que esa negociación fracase. De nuevo existen situaciones donde la participación significativa de los trabajadores en el capital puede ser positiva para minimizar la probabilidad de que ese fracaso ocurra realmente.

La transacción que implica transferir acciones a los trabajadores no sólo puede ser útil para facilitar la asignación de costes de transición, sino que tendrá un valor en sí misma si a través de ella se crea una forma organizativa capaz de impulsar innovaciones en las relaciones laborales y en la cultura, de manera que la empresa resultante es más competitiva. El objetivo último no es sólo persuadir a los trabajadores de que las condiciones competitivas requieren una nueva estructura de costes con menores salarios, sino inducirles a que contribuyan a mejorar la productividad y a reforzar la posición competitiva de la empresa. En muchos casos, esto requiere cambiar lo que se ha llamado genéricamente la «cultura» de la empresa. Como desideratum superior se desean implantar nuevas formas de colaboración, donde los trabajadores participan en la fijación de objetivos y en la búsqueda de formas de alcanzarlos. Se trata, en suma, de impulsar la participación sustantiva de los trabajadores a través de introducir una participación representativa de los mismos dándoles un paquete significativo de las acciones de la empresa.

La empresa cooperativa integra plenamente la participación de los trabajadores en el gobierno y en los beneficios. Los trabajadores concentran todo el poder de decisión y asumen todas las consecuencias del mismo. La empresa cooperativa plantea importantes problemas de gobierno en sí misma, al igual que las otras formas, que están fuera de nuestras posibilidades comentar en el presente texto.⁽²²⁾ Algunos de estos problemas tienen que ver con la exce-

(22) Véase, a modo ilustrativo, Dow y Putterman (1997) y Hansmann (1990, 1996).

siva concentración de riesgos que supone asignar el capital humano y el capital financiero a la misma empresa, así como a la posible aparición de conductas de «polizón», debido a la colectivización de los resultados. Hasta qué punto la propiedad compartida, según el modelo de United contribuye a aliviar estas ineficiencias potenciales y lograr al mismo tiempo un mayor compromiso de los trabajadores con la empresa, como consecuencia de la participación en su gobierno, constituye una cuestión merecedora de estudios futuros.

La participación de los trabajadores en España

No existen, que sepamos, estudios publicados que permitan evaluar el alcance de la participación de los trabajadores en las empresas españolas. Impresiones parciales apuntan a que entre nuestras empresas predominan las formas burocráticas-jerarquizadas (cuando se trata de grandes empresas) y las formas paternizadas (entre las más pequeñas) de organización, y que la participación de tipo sustantivo está poco extendida.⁽²³⁾ Desconocemos cuántas empresas utilizan la participación de los trabajadores en el capital como mecanismo de incentivación y compromiso y no nos constan experiencias como la de United Airlines, a pesar de la importancia que ha tenido en España la liberalización de sectores hasta hace poco protegidos.

En muchos casos, las empresas se han visto obligadas a reducir sus costes laborales unitarios en el nuevo entorno más competitivo, pero los reajustes necesarios se han realizado habitualmente con jubilaciones anticipadas de trabajadores seniors y rescisiones incentivadas de contratos. La efectividad de estas prácticas frente a otras como intercambiar reducciones de salarios, y otros beneficios, por acciones que se entregan a los trabajadores, no nos consta que haya sido evaluada. Existen también numerosos ejemplos de empresas que se han mantenido activas asumiendo los trabajadores la titularidad de todas las acciones, pero siempre cuando se ha llegado a situaciones extremas; la forma jurídica utilizada es la de sociedad anónima laboral o cooperativa. Actualmente, las empresas propiedad de trabajadores suponen en torno al 3% de la actividad económica española, es decir, son una forma empresarial claramente minoritaria, al igual que ocurre en muchos países. No obstante, den-

(23) Véase ESADE (1996, pp. 358-367).

tro de este colectivo existen empresas emblemáticas, como la Cooperativa Mondragón, una de las empresas privadas más grandes de España.

Las lagunas informativas persisten cuando se trata de evaluar la participación de los trabajadores en los beneficios de la empresa, sin que ello suponga la tenencia de acciones. La escasa importancia de la retribución variable entre los directivos, documentada en apartados anteriores, hace suponer que esta forma de retribución también estará poco extendida entre los trabajadores directos. O dicho de otro modo: no es de esperar que se difundan fórmulas retributivas con una parte significativa de retribución variable entre los trabajadores directos mientras no se generalice esa forma de retribución entre los directivos. Por último, los fondos de pensiones tienen una importancia limitada, especialmente los de renta variable, por lo que su influencia institucional en España está muy lejos de la que tienen en Estados Unidos.

Conclusión

La especialización entre accionistas, que participan en el capital de la empresa para facilitar la asignación de riesgos cuando se han de realizar grandes inversiones, y directivos, que gestionan los recursos y su asignación en actividades concretas, comporta grandes ventajas: reduce el coste de la financiación empresarial, al reducir la prima de riesgo, y otorga la capacidad de decisión sobre los recursos a quienes están mejor dotados profesionalmente para ello, independientemente de su nivel de riqueza personal o de sus vínculos familiares. Pero la especialización tiene sus propias desventajas, pues quien decide sobre la asignación de los recursos no soporta las consecuencias económicas de sus decisiones, y por lo tanto se corre el riesgo (riesgo moral) de que tales decisiones no se ajusten al principio que exige la eficiencia económica: maximizar su valor. Quienes asumen la función de financiar la empresa y soportar los riesgos, anticipan la posibilidad de que los recursos que aportan se despilfarren en beneficio de quien va a controlarlos y, ante tal eventualidad, renuncian a proporcionar la financiación necesaria. Llegado a este punto se habrán perdido oportunidades de crear riqueza.

La situación descrita constituye un aspecto muy importante del problema de gobierno empresarial (para muchos, el único) y en este capítulo nos

hemos ocupado de él analizando con detalle el conflicto potencial de intereses entre accionistas y directivos, y la posibilidad de neutralizar, al menos parcialmente, sus consecuencias negativas para la eficiencia económica. El mecanismo de gobierno utilizado para este fin ha sido el contrato que establece la retribución del directivo a cambio de los servicios profesionales que presta.

La conclusión principal del ejercicio realizado ha sido constatar que si bien existen todavía posibilidades de mejorar los contratos más usuales, en el sentido de diseñarlos de una forma más acorde con las recomendaciones normativas de la teoría de los contratos, será difícil en general llegar a contratos óptimos de segundo rango que supongan una pérdida de eficiencia relativamente pequeña. En este sentido, las recomendaciones de hacer un uso más frecuente de la retribución relativa, utilizar estándares externos entre retribución y resultados..., deben mejorar la eficiencia de los nuevos contratos resultantes, pero la aversión al riesgo de los directivos y los límites de su riqueza impondrán en última instancia sistemas de incentivos de «bajo poder» y unos costes de agencia elevados. La supervisión directa de las acciones de los directivos por el consejo de administración y/o por los inversores relacionados seguirá siendo necesaria para dar suficientes garantías a los accionistas y conseguir la especialización deseada.

El contrato del directivo con la empresa se ha contemplado casi exclusivamente como una contrapartida acotada en el tiempo y establecida en términos estrictamente monetarios. Es de suponer, en cambio, que los directivos profesionales tomarán sus decisiones corrientes teniendo en cuenta todo el horizonte temporal en el que se extiende su carrera, lo cual incorpora estímulos adicionales para tomar decisiones eficientes (en el sentido de maximizar el valor de los recursos que controlan). Segundo, junto a los contratos explícitos es de esperar que existan otros de carácter implícito, basados en la confianza mutua, cuyo poder disciplinario no debemos menospreciar y en todo caso fomentar por los importantes beneficios que comportaría dadas las limitaciones del contrato explícito.

Los directivos constituyen una parte importante del capital humano de la empresa pero no el único. La segunda parte del capítulo se ha ocupado de los intereses del conjunto de trabajadores y de su integración en la búsqueda de objetivos de eficiencia (creación de riqueza) a través de lo que genérica-

mente se ha denominado «participación del trabajador en la empresa». La participación es un concepto amplio y que ofrece múltiples oportunidades para que cada empresa lo ajuste a sus condiciones concretas. Sin entrar en mucho detalle, el texto ha esbozado algunas líneas de avance en la comprensión de las oportunidades que ofrece la participación del trabajador en la empresa en la solución de sus problemas de gobierno.

IV. El consejo de administración

Introducción

El consejo de administración constituye un elemento clave en el gobierno de las sociedades mercantiles, pues 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. No debe sorprender que cuando se debate sobre el gobierno de las empresas, se valoran las fortalezas y debilidades de los principales modelos y prácticas de gobierno, siempre se hace referencia a la estructura y funcionamiento del consejo de administración.

El objetivo de este capítulo es aportar un conjunto de reflexiones y evidencias empíricas extraídas de la literatura económica, principalmente, sobre las características y funciones del consejo y las consecuencias de las mismas para la creación de riqueza. Se hará referencia también al consejo de administración entre las empresas españolas reseñando los resultados de estudios previos realizados en nuestro país con el fin de conocer mejor los rasgos básicos de este mecanismo de gobierno.

La revisión sintética de la evidencia empírica sobre gobierno de las empresas expuesta en capítulos anteriores pone de manifiesto que el consejo incorpora intereses distintos en unos países y en otros, según se desprende de su diferente representación: trabajadores y proveedores de fondos financieros

en Alemania, directivos de la empresa en Japón, consejeros externos, incluidos los independientes en Estados Unidos... Atendiendo a esta diversidad, el capítulo comienza con una referencia a los consejos en Estados Unidos y Japón-Alemania, como paso previo al análisis del caso español. Ello nos proporcionará la necesaria perspectiva y puntos de comparación.

4.1. El consejo en el modelo anglosajón

El consejo de administración adquiere una entidad propia, diferenciada de la junta de accionistas y del equipo directivo, sobre todo en sociedades de capitales abiertas, con pequeños accionistas que aprovechan el mercado de capitales para recomponer sus carteras patrimoniales y que, por tanto, entran y salen de la condición de accionistas de una empresa con gran libertad. La situación descrita ocurre, sobre todo, en países como Estados Unidos y el Reino Unido, por lo que es en ellos donde el consejo adquiere una especial relevancia, que le ha hecho merecedor de amplios estudios y debates.

La corriente de pensamiento dominante en la economía y el derecho societario anglosajón establece como principio incuestionable que el consejo de administración debe representar exclusivamente a los intereses de los accionistas.⁽¹⁾ Uno de los economistas más influyentes en esta corriente de pensamiento, O. Williamson (1984, 1985), justifica esa exclusividad atendiendo a los altos riesgos de expropiación de las inversiones que soportan los accionistas, debido a los siguientes motivos: i) el accionista es el beneficiario residual de la sociedad, es decir, sus derechos a recuperar los fondos invertidos y/o las rentas que les corresponden ocupan el último lugar de prioridades, sin que exista además activo alguno que pueda utilizarse como colateral de esos derechos (lo cual sí es posible para los acreedores financieros); ii) a los fondos propios no se les otorga la opción de poder revisar y renegociar periódicamente los derechos y/o contrapartidas, como ocurre con acreedores financieros, trabajadores y proveedores por ejemplo; y iii) los fondos propios no tienen garantizado el pago de una contrapartida monetaria y/o la devolución del principal.

(1) Un resumen completo y actualizado de este pensamiento puede encontrarse en Romano (1996, pp. 279-297).

Por estas razones, se dice, la aportación financiera de los accionistas a la empresa tiene el carácter de inversión específica y por lo tanto las cuasirentas que como tal inversión genera son susceptibles de expropiación por otros partícipes en la acción colectiva de la empresa, dado que los altos costes de transacción impiden hacer un contrato contingente exhaustivo en el momento de la inversión e incorporarlo a los estatutos de la sociedad. El consejo, ejercitando los derechos que se le otorgan legal y estatutariamente, llena los vacíos cuando ocurren determinadas contingencias no previstas y toma las decisiones pertinentes procurando salvaguardar los intereses de los accionistas. Ex-ante, los accionistas estarán dispuestos a invertir en la empresa en la medida en que crean que se les ofrece suficientes garantías de no expropiación.

Williamson se manifiesta explícitamente contrario a que el consejo represente intereses distintos de los propios de los accionistas y, en particular, que el consejo represente a trabajadores y/o titulares de deuda. En su opinión, cuando los trabajadores aportan a la acción colectiva capital humano de uso general, la protección de sus intereses se garantiza con el ejercicio de la opción de salida, mientras que cuando se trata de deuda a corto será, en general, fácilmente liquidable. Si el capital humano es específico y la deuda a largo plazo, la solución no es que el consejo se haga cargo de los intereses de trabajadores y acreedores, sino buscar otros mecanismos de protección para las inversiones; por ejemplo, la negociación colectiva en el caso de los trabajadores o el uso de colaterales en la deuda. Ampliar el consejo a otros «interesados» aumentaría el riesgo de expropiación percibido por los accionistas y se encarecería la financiación de la empresa. Además, al tratar de armonizar intereses posiblemente contrapuestos, el consejo entraría en una mayor ambigüedad de criterios sobre qué se desea conseguir, el proceso de toma de decisiones se alargaría y el control sería más difícil debido a la imprecisión en los criterios de evaluación; Hansmann (1988).

Panteado como un órgano que ha de vigilar los intereses de los accionistas, el consejo sólo debe asumir funciones de *supervisión*, y en ningún caso será un ente involucrado en actividades operativas, Williamson (1985, p. 316). Esta recomendación obedece sobre todo a que, para que la supervisión se realice con eficacia, el consejo debe estar integrado en buena parte por

consejeros externos, claramente diferenciados de los internos, es decir, del equipo directivo de la empresa. Necesariamente, la condición de externos impide a los consejeros conocer con profundidad la marcha cotidiana de la empresa e incluso, en muchos casos, su capacidad para supervisar el equipo directivo no debe llevar añadida necesariamente habilidades para el ejercicio de la gestión. La diferencia de conocimientos sobre la empresa y su entorno entre consejeros externos e internos, justifica que el equipo directivo tenga representación en el consejo con el fin de hacer partícipes de esa información a los consejeros externos. Además, al poder observar la participación de los internos en las deliberaciones que se establecen en el consejo, los externos disponen de más elementos de juicio para llevar a cabo su evaluación. Todo ello sin eclipsar en ningún caso la función de supervisión que ineludiblemente le corresponde al consejo.

Evaluación y crítica

La contundencia con que se manifiesta sobre el consejo y su función la corriente ortodoxa anglosajona contrasta con las críticas que han merecido los consejos de administración de las grandes empresas americanas, especialmente por los pobres resultados que estas empresas alcanzaron en los años ochenta. Jensen (1993) realiza un balance de las razones por las que, en su opinión, los consejos de las sociedades mercantiles americanas no acertaron a detener la pérdida de riqueza que estas sociedades hicieron soportar a sus accionistas.

Primero, los consejos tienden a desarrollar una cultura de relaciones en la que la cortesía y su educación priman sobre la verdad y la franqueza, lo cual lleva a que se procuren evitar los conflictos y, en cambio, se prime el asentimiento. Esta cultura, explicable desde la propia lógica del comportamiento y las relaciones humanas, tiene como consecuencia el retraso en la toma de decisiones correctivas y el mantenimiento de pobres resultados más allá de los que sería deseable.

Segundo, el máximo ejecutivo de la empresa es quien habitualmente dicta el orden del día y distribuye la información entre los consejeros, lo cual unido a limitaciones de los consejeros a la hora de comprender la relación

entre estrategia de la empresa y creación de valor para el accionista, junto con el desconocimiento de cómo traducir esa relación en instrumento de control ex-post, coloca a los consejeros externos en clara desventaja frente a los internos. Ello dificulta enormemente el ejercicio de su función supervisora.

Tercero, los consejos se hallan muy influidos por el temor a sufrir denuncias de accionistas u otros colectivos, estimuladas casi siempre por caídas inesperadas del precio de las acciones. Las responsabilidades que puedan derivarse de estas denuncias llevan a que los consejeros actúen pensando más en cómo minimizar el riesgo de denuncia que en cómo maximizar el valor de las acciones. El temor a ser objeto de atención por parte de la prensa, los reguladores o los políticos también restringe la libertad de acción de los consejeros.

Cuarto, en la mayor parte de los consejos de las grandes empresas, los consejeros y el equipo directivo poseen una fracción muy pequeña del capital de la empresa, y por tanto su nivel de riqueza apenas es sensible a la evolución en el tiempo del precio de las acciones. Los incentivos a dedicar esfuerzo a la supervisión son, por este motivo, escasos.

Quinto, los consejos suelen ser excesivamente grandes, lo cual reduce su eficacia operativa y facilita su control por parte del equipo directivo. Además, el número de consejeros internos, vinculados a la figura del consejero delegado (CEO), es relativamente alto, con lo cual este último aumenta su protección.

Sexto, regulaciones prolijas han dificultado la puesta en marcha de iniciativas de control por parte de pequeños accionistas, dentro y fuera de la junta de accionistas, al mismo tiempo que han restringido la posibilidad de que instituciones financieras se hayan involucrado más en el ejercicio de sus derechos de control y supervisión.⁽²⁾

Séptimo, la posición de presidente del consejo, que se ha otorgado habitualmente al consejero delegado (CEO) en la empresa americana, ha obstaculizado la relación con independencia y objetividad de las funciones relacionadas con el proceso de contratación, destitución, evaluación y retribución del consejero delegado. La ausencia de un presidente independiente y con

(2) Este punto está desarrollado con más amplitud en Roe (1990).

capacidad de iniciativa y liderazgo, impide que en el consejo se equilibren los poderes y de esta manera se mantenga la tensión, el debate y la reflexión, incluso cuando las cosas marchan bien. Sólo así se asegura que se tomarán las medidas correctivas necesarias tan pronto como se enciendan las primeras señales de alarma.

Diagnósticos como el de Jensen, y otros similares, apuntan las líneas de cambio en el funcionamiento del consejo, resumidas en reforzar su capacidad efectiva en la supervisión y control del equipo directivo, evitando pérdidas en la riqueza de los accionistas como las que se produjeron en los años ochenta. Para conseguir esa mayor capacidad de control se proponen dos caminos distintos: resucitar a los inversores/accionistas activos o ampliar la presencia en el consejo de consejeros independientes, es decir, personas que no tienen vinculación alguna con la empresa. Los inversores activos serán objeto de atención en el capítulo siguiente. Ahora nos ocuparemos de los consejeros independientes.

El movimiento a favor de los consejeros independientes

Cuando la propiedad de las acciones de una empresa está muy repartida y los accionistas actúan como inversores que mueven su cartera con absoluta libertad y anonimato, el consejo estará inevitablemente distanciado del colectivo de accionistas. La figura del consejero independiente surge como alternativa cuando se trata de asegurar que en el consejo existen suficientes consejeros externos para actuar de contrapeso y control de la dirección.

El impulso a la figura del consejero independiente se atribuye, en Estados Unidos, a Einsenberg (1976) quien, primero a título personal y después como impulsor del proyecto del gobierno corporativo del American Law Institute, defiende un mayor protagonismo en los consejos de personas independientes de la empresa y su equipo directivo, en cuanto a que no poseen intereses financieros en la misma. Con ello se evitará el asentimiento a las propuestas de la dirección que, de forma bastante generalizada, se observa ya en las principales empresas americanas. Desde una posición de mayoría en el consejo, los consejeros independientes ejercerán la necesaria supervisión.

Las propuestas de Eisenberg fueron inicialmente rechazadas con fuerza por la comunidad empresarial y por los juristas especializados en derecho de sociedades, en particular la que establecía el requisito legal de que cada empresa tuviera un consejo dominado por independientes. El principal argumento para este rechazo fue que, hasta entonces, no existía evidencia de que la presencia de consejeros externos influyera positivamente en la rentabilidad de los accionistas. El documento elaborado por el American Law Institute fue revisado y se eliminó la exigencia de obligatoriedad en la constitución de consejos independientes, sustituyéndola por la recomendación y la adopción voluntaria.

Con el paso de los años, y debido probablemente a las recomendaciones emanadas de otros ámbitos como los tribunales de justicia y los órganos de tutela de los mercados de valores, las propuestas de Eisenberg se han traducido en una marcada tendencia entre las empresas americanas a incorporar un mayor número de consejeros independientes en su órgano de gobierno. Para algunos, esta tendencia era de esperar, pues si realmente un consejo independiente ofrece mayores garantías a los accionistas de que sus intereses serán respetados, los propios equipos directivos tomarán la iniciativa de aumentar el número de consejeros externos, ya que de este modo aumentarán las oportunidades de crear riqueza reduciendo el coste de la financiación externa.

El cierto modo, lo que estamos relatando es un episodio más en el debate permanente entre quienes defienden que el derecho de sociedades debe tener un carácter «facilitador» de las decisiones libremente tomadas por los agentes, frente a quienes se pronuncian a favor de un fuerte contenido normativo. Los que abogan por la primera postura argumentan que los mercados y la competencia entre oportunidades de inversión obligan a los equipos directivos a promover medidas que protegen los intereses de los accionistas; Easterbrook y Fischel (1989). En el contexto que nos ocupa, esta filosofía se concretaría en establecer una regla general en el derecho societario según la cual los consejos tendrán una composición mayoritaria de independientes, al mismo tiempo que se permite a cada empresa desviarse de la regla a través de las pertinentes cláusulas estatutarias.

En otros países anglosajones, como el Reino Unido, la tendencia también ha sido confiar en el mercado a la hora de impulsar reformas en el gobierno empresarial, ayudado por el control social que imponen los códigos de buenas prácticas, como el Informe Cadbury o el Informe Hampel.

Actualmente, la discusión acerca de la composición de los consejos apenas está viva en Estados Unidos, pues la presencia mayoritaria de consejeros externos se ha convertido casi en norma general.⁽³⁾ La excepción ocurre en empresas donde existen accionistas importantes con posiciones de control. La concentración accionarial en un pequeño número de accionistas debe contemplarse como una forma de gobierno alternativa a la de los consejeros externos, pues se evita la separación entre quienes deciden sobre los recursos de la empresa y los propietarios últimos de esos recursos.

Esta situación crea otro tipo de problemas, en la medida en que surjan conflictos de intereses entre los accionistas de control y los accionistas minoritarios que asumen comportamientos pasivos. La incorporación de consejeros independientes al consejo de administración tendrá ahora el mismo valor de garantía por parte del grupo de control interno sobre los intereses de los pequeños accionistas sin opción de control, que cuando es el equipo directivo quien facilita la incorporación de los independientes al consejo. Por lo tanto, es de esperar que sean los accionistas internos de control quienes soportarán los costes de no colocar independientes en el consejo a la hora de emitir acciones al mercado. En efecto, quienes suscriben esas acciones conocen la composición accionarial de la sociedad así como quien integra su consejo, y con ello evalúan hasta qué punto su inversión está protegida de posibles abusos por parte de los accionistas de control. El precio de las acciones reflejará las mayores o menores garantías de manera que el grupo de control elegirá la composición del consejo procurando atraer a inversores pasivos que estén dispuestos a pagar un precio alto por las acciones.

Otra iniciativa digna de mención, de nuevo en Estados Unidos, es la que propugna la creación de un cuerpo de consejeros independientes profe-

(3) Las tendencias en el cambio en la composición de consejeros entre las empresas americanas se encuentran documentadas en Hermalin y Weishach (1988) y Kesner y Johnson (1990).

sionales, el cual nutriría los consejos de las sociedades. La elección de los consejeros la harían los accionistas y no los directivos, con lo que se refuerza la relación y vinculación entre unos y otros; Gilson y Kraakman (1991). Algunas propuestas sugieren también la alternativa de que se amplíe la retribución en forma de acciones de la empresa para estos consejeros.

La efectividad de los consejeros externos pasa por conseguir una correcta alineación de incentivos: más allá de la posesión de acciones de la propia empresa, los consejeros que se juegan su reputación (suponiendo que el valor económico de esa reputación sube y baja con el valor de la empresa) es más probable que actúen en consonancia con los intereses de los accionistas. A través de la creación de un cuerpo profesional de consejeros entre los que los accionistas hacen la elección, se busca facilitar la acumulación de ese capital reputacional. De hecho sin los incentivos correctos, incluso una mayoría de consejeros independientes puede llegar a declinar de su deber de realizar una supervisión activa del equipo directivo porque se adhiere a normas de consenso o se deja atrapar por otro tipo de restricciones institucionales, como, por ejemplo, la superior información del equipo directivo.

Evidencia empírica sobre el papel de los consejeros independientes

La teoría define una clara función supervisora para el consejo de administración, que para llevarla a cabo con eficacia requiere dotarse de una composición mayoritaria de consejeros independientes. Las autoridades regulatorias y los mercados de capitales parecen estar de acuerdo con esta conclusión. En este sentido, las bolsas más importantes de Estados Unidos exigen a las compañías que cotizan en ellas que incorporen consejeros independientes y que les den el máximo protagonismo en los comités de auditoría y retribuciones. El Informe Cadbury, en el Reino Unido, recomienda una mayor presencia de consejeros no ejecutivos, recomendación que se ha extendido a otros códigos como el redactado en España bajo la dirección del profesor Olivencia. En cuanto a los mercados, la evidencia empírica revela incrementos en el precio de las acciones en respuesta a incrementos en el número de independientes en el consejo; Resenstain y Wyatt (1990).

Dada la atención que reciben y las expectativas puestas en ellos, parece relevante preguntarse hasta qué punto las evidencias empíricas disponibles confirman o no la contribución positiva de los consejeros externos al *performance* de la empresa. Para responder a esta cuestión es preciso establecer primero cuál es el camino a través del cual se vincula la composición del consejo con los resultados de la empresa. Existen, en principio, dos posibles vías. De un lado la «vía fuerte», que establece una relación directa entre resultados de la empresa y composición del consejo, en cuanto que a los consejeros independientes se les supone poseedores de toda la información necesaria para intervenir de forma instantánea cuando se produce el mínimo fallo en la dirección de la empresa. Del otro, la «vía débil», según la cual los consejeros externos están siempre en condiciones de inferioridad en relación con la información de que disponen los equipos directivos y su intervención disciplinaria sólo se desencadenará cuando los resultados sean notoriamente negativos. En esta situación, la influencia de los externos en las conductas y resultados será visible sólo cuando la empresa se encuentre en dificultades.

Los trabajos empíricos, en empresas de Estados Unidos y del Reino Unido, que contrastan la hipótesis fuerte llegan a resultados ambiguos en el sentido de que en prácticamente todos ellos no se encuentra relación alguna entre la composición del consejo y los resultados de las empresas.⁽⁴⁾ Las justificaciones de este resultado pueden ser varias, desde la más inmediata de que efectivamente la composición del consejo no influye en los resultados de la empresa, hasta la que argumenta la dependencia mutua entre las dos variables, debido a que cada empresa elige la composición de su consejo de manera que se minimizan los costes de agencia y este mínimo es similar entre todas las empresas.

En cuanto a la hipótesis débil, en períodos de crisis es previsible que los consejeros externos se muestren más a favor de los accionistas que los internos, las evidencias empíricas son, en general, más favorables. Weisbach

(4) Romano (1996, pp. 286-290) resume muy bien la extensa lista de trabajos empíricos y analiza su rigor metodológico, por lo que evitamos repetir aquí todas las referencias empíricas. Dalton *et al.* (1998) revisan extensamente la literatura y llegan a la misma conclusión: no existe evidencia empírica que permita establecer una relación precisa entre composición del consejo y resultados de las empresas. Sobre el Reino Unido, véase Cash y Hughes (1997) y Franks, Mayer y Ronneboog (1998); estos últimos encuentran que la presencia de consejeros no ejecutivos protege más que disciplina al equipo directivo.

(1988) encuentra que los consejos con mayoría de externos aumentan la probabilidad de que el director general pierda su puesto cuando la empresa obtiene pobres resultados. Mork *et al.* (1989) encuentran evidencia empírica de una alta rotación de los equipos directivos, como resultado de acciones tomadas desde el consejo, cuando la empresa va mal en relación a la industria, y una rotación de directivos consecuencia de OPA externas cuando es toda la industria la que obtiene resultados negativos. Los autores atribuyen esta evidencia a que los consejeros externos sólo penalizan al equipo directivo cuando constatan que los pobres resultados de la empresa obedecen a una mala gestión. La conclusión sugiere que un consejo dominado por consejeros externos y la OPA son mecanismos de gobierno alternativos para llevar a cabo acciones disciplinarias sobre los directivos.

Un segundo grupo de investigaciones, en la línea de constatar la hipótesis débil sobre el impacto de los consejeros externos, tienen que ver con las respuestas del mercado a operaciones de toma de control en función de la composición del consejo. En este sentido, Byrd y Hickman (1992) encuentran que las empresas que hacen una oferta de compra y tienen consejos dominados por independientes consiguen unos rendimientos anormales superiores, en el momento del anuncio, que las empresas oferentes cuyos consejos están dominados por internos. Brickey *et al.* (1994) encuentran que la adopción de medidas defensivas anti-OPA da lugar a incrementos en el precio de las acciones cuando el consejo está dominado por externos y a decrementos en el precio cuando el control es interno. Esto sugiere que, en presencia de consejeros externos, el mercado anticipa que las medidas defensivas intentan beneficiar a los accionistas y no tanto a atrincherar a los directivos. Esta conclusión se extrae también de otros trabajos que se han centrado en estudiar el impacto sobre el precio de las acciones de medidas defensivas concretas.

En resumen, la evidencia empírica sobre la relación entre presencia de consejeros independientes y resultados de las empresas, extraída de los países anglosajones donde esta figura de consejero adquiere su plena identidad, no es del todo concluyente, aunque las evidencias más firmes apuntan a que estos consejeros tienen un papel en el consejo cuando éste asume una función supervisora: los consejos dominados por externos asumen un protagonismo más destacado ante sucesos extraordinarios y en situaciones de crisis, consi-

guiendo incrementar el valor de las acciones. No obstante, esta conclusión debe tomarse con cierta cautela: si la elección de la estructura de gobierno es endógena, de manera que depende de la calidad intrínseca del equipo directivo, entonces encontrar que los accionistas se benefician de unos consejos controlados por externos puede ser consecuencia, simplemente, de que tales empresas están mejor gestionadas.

La perspectiva alternativa de los «interesados»

Paralelamente a las propuestas que tienden a reforzar los lazos de unión entre la empresa y sus accionistas, en los países anglosajones han surgido otras que defienden una identidad propia de la empresa frente a los accionistas y otros colectivos de interesados, y una mayor equiparación entre los intereses de los accionistas y los del resto de propietarios de recursos. John Kay (1996), en el Reino Unido, y Margaret Blair (1995, 1998), en Estados Unidos, constituyen dos exponentes destacados de la visión heterodoxa del gobierno de la empresa que emerge en los países anglosajones.

Kay (1996, p. 110) cuestiona la premisa de que una sociedad mercantil con accionariado disperso sea propiedad de los accionistas. A partir de la definición de derechos de propiedad de Grossman y Hart (1986), por la cual el propietario de un activo es alguien que posee derechos sobre aquello que no se ha otorgado a otros por medio de un contrato explícito, en una sociedad anónima de capital disperso no puede afirmarse que los accionistas ostenten derechos residuales de decisión sino que quien controla los activos y decide sobre ellos es realmente el consejo de administración. Una vez establecido que los accionistas no son los propietarios de la empresa, Kay argumenta «(...) no hay ninguna razón concreta para pensar que los intereses de los accionistas tienen o deben tener prioridad sobre los del resto de interesados» (p. 112).

Pero, ¿de quién son realmente los activos de la empresa? Kay responde que de nadie y propone conceptualizar la empresa no como una relación de agencia entre accionistas y directivos, sino como una institución que: a) tiene personalidad propia; b) tiene carácter social (y por tanto no debe contemplarse como la creación a través de contrato privado); y c) la alta dirección, incluido el consejo, son fidecomisarios (*trustees*) de los activos de la

empresa, en cuanto que los controlan y los gestionan, pero no reciben los beneficios de esa gestión: «El deber del fideicomisario es preservar y aumentar el valor de los activos bajo su control, y balancear de forma equitativa los diversos derechos sobre los retornos que tales activos producen» (p. 114).

Kay señala dos diferencias fundamentales entre el modelo de fideicomiso y el modelo de agencia. Primero, porque los activos de la empresa incluyen no sólo los bienes físicos, sino las habilidades de los trabajadores, las expectativas de clientes y proveedores y la reputación de la empresa en la comunidad. Los objetivos de los directivos tienen que ver con propósitos más amplios de la empresa que simplemente los intereses financieros de los accionistas. Segundo, y en línea con lo anterior, el fideicomisario debe balancear los intereses en conflicto de los interesados actuales, así como los de éstos con los de los interesados futuros. Esto significa orientar la gestión hacia el desarrollo a largo plazo de las capacidades de la empresa.

Las propuestas de Kay se inspiran, en parte, en el modelo de gran empresa que predomina en Alemania y Japón, donde la perspectiva de interesados, frente a la que identifica la empresa con los accionistas, aparece como dominante. Pero la experiencia indica que el modelo de interesados también tiene sus debilidades, entre las que destaca el riesgo de que al hacer a los directivos responsables (*accountable*) frente a varios colectivos de interesados terminen por no ser responsables frente a ninguno, debido a que no existe una medida clara sobre la que valorar sus resultados. Kay defiende el lema de «libertad del directivo con responsabilidad» (que también promueve el Informe Cadbury) como el objetivo que debe perseguir el nuevo modelo de gobierno corporativo que propugna. Esto supone: a) dar reconocimiento y contenido al modelo de fideicomisario que reconoce personalidad propia a la sociedad; b) permitir que los directivos persigan múltiples objetivos, sin que ello impida responsabilizarlos de los resultados; y c) promover la cohesión dentro del equipo directivo, pero al mismo tiempo introducir influencias externas que desanimen la introversión y aseguren que se premia el éxito y se penaliza el fracaso.

Kay critica la tendencia, observada en los últimos años entre las empresas de Estados Unidos y del Reino Unido, a dar prioridad a los intereses de los accionistas, y que atribuye a una respuesta ante la amenaza de tomas de control, sin que pueda hablarse de cambios o razones más profundas;

como ilustración de sus argumentos cita el cambio en la misión de la empresa ICI en 1997 con respecto a 1988:

«ICI desea ser la compañía líder a escala mundial en el sector químico, sirviendo internacionalmente a sus clientes a través de la aplicación innovadora y responsable de la química y las ciencias afines. Consiguiendo este fin, mejoraremos la riqueza y el bienestar de nuestros accionistas, nuestros trabajadores, nuestros clientes y las comunidades que servimos y en las que operamos» (*Informe Anual*, 1988).

«Nuestro objetivo es maximizar valor para nuestros accionistas a través de focalizar el negocio allí donde tenemos el liderazgo del mercado, una ventaja tecnológica y una base competitiva en costes a nivel mundial» (*Informe Anual*, 1994).

Contrariamente a la opinión de quienes defienden que las dos frases dicen lo mismo, pues sólo atendiendo a los intereses de los clientes y de los trabajadores la empresa puede crear valor para los accionistas, Kay elabora un minucioso argumento para justificar que las diferencias son importantes. En su opinión sólo la primera frase permite a la empresa desarrollar la confianza, compromiso y flexibilidad en sus relaciones internas y externas que darán lugar a ventajas competitivas sostenidas.

Blair (1995), por su parte, advierte que la maximización de la riqueza de los accionistas sólo es equivalente a la maximización de la riqueza social si los accionistas reciben verdaderamente las rentas residuales y soportan los riesgos residuales. Pero la responsabilidad limitada excusa a los accionistas de hacer frente a los compromisos contraídos con terceros, más allá de lo que pueda obtenerse de la venta de los activos de la empresa, por lo que tampoco deben ser los únicos beneficiarios de todos los derechos. Los acreedores también asumen riesgos importantes, al igual que los trabajadores y, en general, quienes realizan inversiones específicas para hacer más eficiente su colaboración con la acción colectiva. En palabras de Milgrom y Roberts (1992, p. 351): «En presencia de niveles altos de capital humano específico, las decisiones que se toman en la empresa hacen recaer riesgos en los activos humanos de los empleados que son comparables con los que soportan los inversores en capital físico. La protección del valor de este capital humano requiere

que los intereses de los trabajadores se tomen en consideración en la toma de decisiones en la empresa».

La cuestión es cómo se asegura que efectivamente los intereses de quienes realizan inversiones específicas se toman en cuenta, de manera que los que las realizan se sientan protegidos frente a los riesgos a que se exponen. Blair (1995) apunta como solución que los interesados tomen participaciones en el capital social en proporción a la inversión específica que aportan. Porter (1992) sugiere que todos los interesados importantes tengan representación en el consejo. Blair y Stout (1998) apuntan en la dirección opuesta y defienden que la solución más eficiente consiste en entregar el control sobre los activos de la empresa a una jerarquía interna dominada por un consejo de administración aislado de la influencia y el control directos de todos y cada uno de los interesados que compromete sus recursos específicos en la empresa.

La propuesta de Blair y Stout toma como fundamento teórico la aportación de Rajan y Zingales (1998) que construyen una teoría de la empresa a partir del concepto de «acceso» a los recursos, en contraste con la teoría que hace hincapié en la propiedad de dichos recursos. Estos autores demuestran que la propiedad desincentiva la especialización en presencia de inversiones específicas, y por lo tanto, si se entrega la propiedad, en el sentido de Grossman y Hart (1988), a uno de los propietarios de recursos que participan en la acción colectiva, se distorsionan los incentivos y se crean ineficiencias. Puesto que alguien tiene que tener el control de los recursos de la empresa, Blair y Stout proponen que sea el consejo (esto no es muy distinto al planteamiento de los fideicomisarios de Kay), como tercero ajeno a las inversiones específicas que se realizan. El consejo actuará para maximizar las oportunidades de crear riqueza y distribuirá las rentas creadas entre los interesados reconociendo sus costes de oportunidad y su poder relativo (que puede cambiar en el tiempo, como ha ocurrido en los últimos años en los que los accionistas han ganado posiciones en términos relativos a los trabajadores, según Blair y Stout). El consejo y la jerarquía interna actuarán de la forma esperada porque la supervivencia de la coalición es necesaria para que mantengan un puesto de trabajo; porque están sujetos a las responsabilidades que marca el derecho; y porque afrontan las restricciones que imponen las normas sociales y las relaciones de confianza.

En resumen, las perspectivas heterodoxas sobre la misión de la empresa y la función del consejo de administración se alejan del paradigma de agencia para sustentar sus argumentos en las teorías de la empresa basadas en los derechos de propiedad y de acceso. Estas teorías están sujetas a debate y discusión por los teóricos de la economía y, por tanto, su aplicación al estudio del gobierno de las sociedades es todavía prematuro. Sin embargo, merecen ser tenidas en cuenta y consideradas como una línea de avance en la reflexión sobre diseños organizativos e institucionales que persiguen mejorar las oportunidades para crear riqueza.

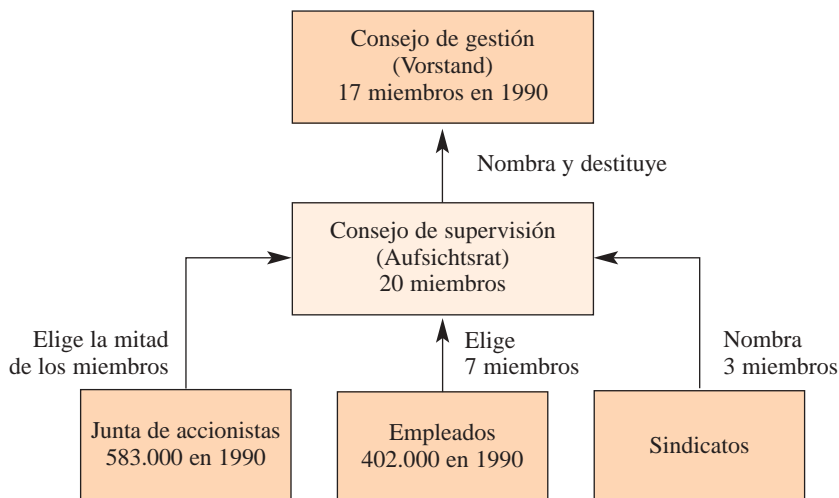
4.2. El consejo en otros modelos de gobierno: Alemania y Japón⁽⁵⁾

En Alemania, el derecho mercantil contempla dos tipos de sociedades con responsabilidad limitada, la *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* (GmbH) y la *Aktiengesellschaft* (AG). La primera es una sociedad de capital cerrado que no cotiza en bolsa, mientras que la segunda cotiza en el mercado de capitales. Las GmbH con más de 500 trabajadores y las AG tienen la obligación legal de dotarse de un consejo estructurado en dos niveles, uno el *Aufsichtsrat*, o consejo de vigilancia, encargado de funciones de supervisión, y otro el *Vorstand*, o consejo de gestión, con responsabilidades en las decisiones cotidianas de la sociedad.

Atendiendo a su protagonismo en una realidad económica donde predominan empresas con una alta concentración accionarial, los accionistas importantes ejercen su influencia a través del consejo de vigilancia, compuesto de entre 9 y 22 miembros y en el que están representados. El acta de co-determinación de 1976 establece que la composición del consejo de vigilancia se divide en parte iguales entre representantes de los trabajadores (uno de los cuales proviene siempre del equipo directivo) y miembros elegidos por los accionistas entre personas que no son asalariados de la empresa. El gráfico 4.1 ilustra la estructura de gobierno de Siemens.

(5) Las referencias básicas manejadas para elaborar esta sección son Schneider-Lenné (1992) para Alemania; Aoki (1994), para Japón; Kester (1997), Prowse (1994) y Roe (1993), para comparaciones entre ellos.

ESTRUCTURA DE GOBIERNO DE SIEMENS



Fuente: Conference Board (1995).

En apariencia, los consejeros elegidos por los accionistas para formar parte del consejo de vigilancia son equivalentes a los consejeros externos de las empresas americanas o a los consejeros no ejecutivos del Reino Unido. Sin embargo, las diferencias entre ellos son más que notables. Los consejeros externos en Alemania provienen casi siempre de otras empresas comerciales o financieras que mantienen importantes relaciones a largo plazo con la empresa en cuestión. Estos compromisos pueden tener su origen en participaciones accionariales cruzadas, préstamos a largo plazo, arreglos verticales de compra-venta o combinaciones de todos ellos. También es frecuente encontrar en el consejo representantes de accionistas familiares significativos. En Alemania, los consejeros son fieles representantes de inversores y otros colectivos que mantienen estrechas relaciones con la empresa; además están en condiciones de influir en la formulación de la estrategia empresarial a través de su influencia directa sobre el consejo de gestión.

Aunque la ley atribuye a los miembros del consejo de vigilancia la responsabilidad de representar los intereses de los accionistas de la empresa

en su conjunto, también se dan condiciones positivas para que protejan y vigilen los intereses de otros colectivos. En este sentido, los consejeros procedentes de entidades financieras, que son al mismo tiempo acreedores de la empresa, asumen el doble papel de defender los intereses de los accionistas y de los acreedores financieros de la compañía. Teniendo en cuenta el amplio negocio crediticio que los bancos mantiene con las empresas medianas, los consejeros que ocupan posiciones ejecutivas en instituciones financieras pueden, de una forma indirecta, defender intereses de pequeños proveedores, clientes y subcontratistas que sirven a las necesidades de las grandes corporaciones.

En cuanto a Japón, el consejo tiene una estructura unitaria y no se contempla la representación formal de los trabajadores; por esta razón se parece más al modelo de consejo propio de los países anglosajones. La composición del consejo incluye a externos junto con miembros del equipo directivo de la empresa; entre los externos se encuentran representantes de los accionistas significativos. A la estructura formal del consejo se le superpone un conjunto de relaciones informales entre equipos directivos, accionistas importantes y acreedores financieros, como, por ejemplo, la reunión mensual que acostumbran a mantener estos tres colectivos o la reunión de presidentes de las principales empresas del grupo (*keiretsu*). La combinación del consejo y las relaciones informales sugieren una estructura de dos niveles, no muy distinta de la que funciona en Alemania, en la cual las reuniones entre grandes accionistas y representantes de banco, así como las reuniones de presidentes, actúan de forma similar a como lo hace el consejo de vigilancia.

Una diferencia llamativa entre los consejos en Japón y Estados Unidos es que en Japón la mayoría de los consejeros ejecutivos fueron anteriormente directivos intermedios de la empresa, hasta que a través de promociones internas llegan al puesto de consejeros. Se estima que el 40% de los consejos en Japón tienen al menos un 80% de consejeros promovidos desde dentro de la propia empresa. Por otra parte, se estima que entre las empresas que cotizan en bolsa, del total de sus consejeros, el 75% son internos y el 25% son externos, sin que en ningún caso entre los externos se encuentren consejeros independientes en el sentido de ajenos a los intereses de la compañía.

Con estas evidencias, en la mayoría de las empresas japonesas difícilmente puede hablarse de un consejo separado del equipo directivo y con posibilidades reales de ejercer una supervisión del mismo. El predominio de los consejeros ejecutivos junto con los mecanismos informales de relaciones apuntan hacia una alta discrecionalidad de los equipos directivos y a una relativa desprotección de los accionistas frente a dicha discrecionalidad. Así, pues, aunque Alemania y Japón comparten una filosofía similar en cuanto que en ambos países las empresas tienden a favorecer las inversiones específicas y las relaciones a largo plazo entre múltiples «interesados», en Alemania, el consejo aparece como un órgano más estructurado y preparado para salvaguardar las quasi-rentas de tales inversiones, en la medida en que a través del consejo de vigilancia se canalizan las representaciones de los diferentes colectivos con intereses en situación de riesgo. El cuadro 4.1 resume las principales diferencias en los consejos de Estados Unidos, Alemania y Japón.

Entre los colectivos con representación en el consejo, la legislación alemana reconoce a los trabajadores de las grandes empresas, a quienes asigna una posición paritaria con los accionistas en dicho consejo. Con esta representación se abre un cauce para que los trabajadores protejan sus inversiones específicas y con ello se vean incentivados a llevarlas a cabo. En Japón no existe representación formal de los trabajadores en el consejo, pero la política general de cubrir las vacantes con promoción interna hasta el nivel más alto, junto con la promesa implícita de empleo vitalicio, han constituido, al menos hasta fechas recientes, suficiente garantía frente al posible riesgo de expropiación de las quasi-rentas. Por ello, la inversión en capital humano específico por los trabajadores japoneses ha sido reconocida como una característica distintiva de la empresa japonesa y fuente de notables ventajas competitivas.

El consejo de administración en Alemania responde, en última instancia, a una «filosofía» distinta a la que domina en los países anglosajones y que se refleja en las leyes y en la consideración social de las empresas. Esta filosofía reconoce a los intereses de la compañía en su conjunto, frente a los intereses estrictos de los accionistas que prioriza el modelo anglosajón. La empresa se percibe como la combinación de varios grupos de intereses cuyos objetivos es necesario coordinar y, cuando existen conflictos, balancear y

Cuadro 4.1

DIFERENCIAS EN LA ESTRUCTURA DE LOS CONSEJOS EN LAS GRANDES EMPRESAS NO FINANCIERAS

	Estados Unidos	Japón	Alemania
Método efectivo de nombramiento	Invitación del CEO	Invitación del CEO	50% elegidos por accionistas y el resto por los empleados
Método de nombramiento del presidente	Elegido por el consejo	Elegido por el consejo	Elegido por los representantes de trabajadores y accionistas; generalmente un representante de los accionistas
Coincidencia del presidente y CEO	Frecuentemente	Frecuentemente	Nunca
Fuentes de información	Dirección	Dirección. Informalmente club de presidentes	Dirección
Proporción de consejeros ejecutivos	Media	Alta	Nula en consejo de vigilancia
Presencia de accionistas importantes en el consejo	Raramente	Algunas veces	Siempre
Presencia de bancos en el consejo	Raramente	Algunas veces	Siempre

Fuente: Prowse (1994).

compaginar. Los intereses a largo plazo de sus empleados, clientes, proveedores y sociedad en general están explícitamente reconocidos y se deben compatibilizar dentro de un objetivo superior de supervivencia.

Para dar adecuada respuesta a esta filosofía, el gobierno de la empresa tendrá que hacerse a partir de una base amplia de participación, como la

que se manifiesta en el consejo de vigilancia con un amplio espectro de representaciones. La contrapartida será necesariamente una menor rapidez de respuesta y decisión en cuestiones de importancia para el futuro de la empresa y los colectivos de interesados, así como dificultades para llevar adelante iniciativas que, para asegurar la viabilidad a largo plazo de la empresa, supongan costes especialmente altos para alguno de los partícipes. Por ejemplo, ajustes sustanciales de plantillas a la baja en presencia de exceso de capacidad. Además, las diferencias de información a favor del consejo de gestión frente al de vigilancia se reproducirán al igual que el equipo directivo de la empresa americana conoce mucho mejor la empresa que los consejeros independientes. Situaciones donde el consejo de vigilancia tardará más de lo deseable en advertir señales de alarma que requieran una pronta intervención no serán del todo infrecuentes.

El colapso casi total de Metallgesellschaft en 1993 hizo surgir dudas acerca de la verdadera eficacia del modelo de supervisión alemán. Para algunos, el consejo de vigilancia, más que un órgano de supervisión, empezó a ser visto como un anillo adicional de protección en el que se escudan los altos directivos. No debe extrañar, pues, que el partido socialdemócrata lanzara algunas propuestas dirigidas a reforzar el poder superior del consejo de vigilancia, reforzar los lazos del consejo con los auditores externos y mejorar las posibilidades de supervisión de los accionistas externos.

Precisamente, la hipótesis de que el sistema de gobierno en Alemania y Japón es más benevolente con los directivos de la empresa cuando ésta obtiene pobres resultados económicos, ha sido objeto de investigación en varios trabajos recientes.⁽⁶⁾ La conclusión a que llegan es que la penalización de los directivos cuando la rentabilidad bursátil de las acciones decrece es similar, en Japón y Alemania, a la que se detecta por la misma razón entre empresas americanas. No puede hablarse, por tanto, de un atrincheramiento de los directivos de las empresas alemanas o japonesas, distinto del que afecta a las empresas americanas.

(6) Véase Kaplan (1994 a y b), Kaplan y Minton (1994).

4.3. El consejo de administración en España

El derecho de sociedades español establece un sistema para la administración de las sociedades mercantiles de carácter «monista», por cuanto que esa administración se encarga a un sólo órgano identificado como consejo de administración. En este sentido, comparte un rasgo similar con el consejo en el modelo anglosajón y japonés, al mismo tiempo que se distancia del modelo alemán, que desdobra el consejo en un órgano de supervisión y en otro de gestión.⁽⁷⁾

El mismo derecho de sociedades regula los cuerpos directivos de las sociedades de capitales distinguiendo según el tipo de compañía. De este modo, cuando se trata de sociedad anónima, la ley parte del principio de separación de funciones entre la junta general de accionistas y el consejo, otorgando a este último plenas competencias en la dirección de la marcha de la empresa, mientras que los poderes de la junta se limitan al nombramiento de los consejeros, la valoración de su gestión y su posible destitución. En las sociedades de responsabilidad limitada, en cambio, la separación de funciones no tiene porque producirse. Además, en la sociedad anónima expresamente se reconoce al accionista el derecho a estar representado en el consejo en proporción a su capital, mientras que la de responsabilidad limitada queda exenta de esta restricción. Por último, caso de producirse vacantes en el consejo entre dos juntas generales, los consejeros restantes pueden, en la sociedad anónima, nombrar a los que les sustituyen entre los accionistas de la empresa, mientras que en las sociedades de responsabilidad limitada el nombramiento es competencia exclusiva de la junta.

Junto a la distinción jurídica entre sociedades anónimas y de responsabilidad limitada, la reflexión sobre el consejo de administración, al igual que en otros países, acostumbra a diferenciar entre la sociedad de capitales abierta, cuyas acciones cotizan en los mercado de capitales y que tiene una dimensión relativamente grande, y la sociedad de capitales cerrada, con pocos accionistas y donde la transferencia de acciones se produce fuera del mer-

(7) San Sebastián Flechoso (1996, cap. III) proporciona una síntesis de la doctrina jurídica española sobre los consejos de administración, poniéndola en relación con la literatura jurídica internacional.

cado de capitales organizado. Durante los últimos años se han producido en España pronunciamientos sobre el consejo de administración y su funcionamiento, que hacen referencia a los dos tipos de empresas.

Reflexiones y evidencias

El Círculo de Empresarios fue una de las primeras instituciones en pronunciarse sobre las características dominantes de los consejos entre las grandes sociedades españolas que cotizan en bolsa y con accionariado disperso, como paso previo a proponer la puesta en marcha de reformas.

De acuerdo con el documento editado por el Círculo, el marco competitivo, social y político en el que se ha desenvuelto tradicionalmente la empresa española ha propiciado un tipo de consejo pasivo y opaco, en el que se han manifestado las siguientes debilidades.

«...falta de independencia de los consejeros no ejecutivos, insuficiente representación de los accionistas minoritarios, información al consejo de administración insuficiente y tardía, escaso debate interno y poca dedicación, conflictos de interés, etc.» (p.11).

En la medida en que el marco externo cambie y especialmente aumente la rivalidad competitiva dentro de la cual se va a desenvolver la empresa española en el futuro, es necesario superar esas debilidades y reformar tanto la composición como el funcionamiento de los consejos en nuestras grandes empresas.

En cuanto a las sociedades cerradas con estructura accionarial concentrada, las valoraciones sobre sus consejos de administración tampoco son positivas. Al hilo del análisis de las empresas familiares españolas, Gallo (1998) escribe:

«La situación de buena parte de las empresas familiares españolas importantes hace pensar que (...) establecer un consejo de administración tiene poca importancia en su comportamiento real, pues (...) un tercio de las empresas familiares analizadas no tiene consejo de administración e indica, como principales razones para no tenerlo, que no es necesario o que su existencia conduciría a una menor rapidez en la toma de decisiones.» (p. 84).

Por otra parte, entre las empresas que sí tienen consejo, predomina la impresión de que se trata de un órgano puramente legal (se crea para cumplir la ley y/o los estatutos) o nominal (se busca mejorar la imagen de la compañía).

En la misma publicación, el profesor Gallo recoge los resultados de un estudio más amplio sobre el consejo de administración entre las empresas españolas. Según este estudio, las empresas (grandes o pequeñas) afirman tener un consejo «activo» en sólo el 50% de los casos (igual porcentaje que las que responden inactivo). El porcentaje de empresas familiares con consejo inactivo es del 51%, mientras que entre las no familiares el consejo es «activo» para el 72% de las empresas públicas y para el 42% de las empresas de propiedad extranjera.

La situación descrita refleja, sin duda, una situación donde el gobierno de la empresa familiar, de propiedad altamente concentrada y distribuida entre personas que mantienen relaciones de parentesco, está altamente condicionado por la personalización de las decisiones en la figura del empresario promotor y/o del núcleo familiar dominante. Esto tal vez agilice el proceso de toma de decisiones, pero desaprovecha la oportunidad de utilizar el consejo como un cauce para involucrar en la empresa a consejeros independientes que aporten otros puntos de vista y sirvan de contrapeso frente a la excesiva influencia que puedan tener las preferencias personales del empresario en la marcha de la empresa. Por lo tanto, Gallo también aboga por cambios en el gobierno de la empresa familiar en España.

El tercer bloque de información referida a los consejos de administración en España proviene de estudios realizados a partir de la información que suministran a la Comisión Nacional del Mercado de Valores las empresas cotizadas en bolsa.

La primera evidencia se refiere a la parte de *capital* social de las empresas cotizadas representada en el consejo, lo cual nos informa de hasta qué punto quienes se responsabilizan más directamente de la buena marcha de la sociedad concentran o no una parte significativa de su capital social. De acuerdo con el cuadro 4.2, son las empresas bajo control *familiar* las que poseen una mayor parte del capital representado en el consejo, con un valor

DISTRIBUCIÓN DE EMPRESAS POR GRUPOS DE CONTROL EN FUNCIÓN DEL PORCENTAJE REPRESENTADO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Porcentaje de empresas

Grupos de control	Porcentaje de acciones representadas en el consejo						Porcentaje medio de acciones representantes en el consejo
	x>80	50<x<80	25<x<50	5<x<25	0<x<5	x=5	
Familias	10,5	31,6	31,6	21,1	5,3	–	41,3
Otras empresas nacionales	14,8	11,1	11,1	14,8	22,2	25,9	34,0
Empresas extranjeras	6,3	9,4	15,6	37,5	15,6	15,6	23,0
Entidades de crédito	–	–	14,3	19,0	33,3	33,3	11,0
Sector público	–	7,1	7,1	21,4	21,4	42,9	29,0
Total	7,0	11,4	15,8	23,7	19,3	22,8	

Fuente: Galve y Salas (1996).

medio del 41,3%, en 1995. Más de un tercio de las empresas controladas por un grupo familiar tienen al menos el 50% de sus acciones representadas en el consejo. Cuando el grupo de control es otra *empresa nacional* o una *empresa extranjera*, el porcentaje de capital social representado es del 34% y del 23%, respectivamente, porcentajes no muy distintos del 29% de representación entre las empresas bajo control *público*. La menor representación, 11%, la encontramos entre las empresas controladas por *instituciones financieras*.

En casi una cuarta parte de las empresas, 22,8%, con consta participación accionarial alguna entre los miembros del consejo. Esta cifra debe tomarse con cautela, pues la información recogida en los archivos de la CNMV no es del todo satisfactoria para poder evaluar la participación accionarial en el consejo, ya que en muchos casos existen representantes de bloques accionariales a los que se les atribuye no participación accionarial y en realidad sí existe en lo que se refiere a la de quienes han nombrado a dicho representante. Sería deseable, sobre todo si queremos conocer a los consejeros independientes y distinguirlos de los representantes de bloques accionariales, que la CNMV registrara junto al nombre de cada consejero el bloque accionarial a que representa y cuál es la participación de ese bloque en el capital de la sociedad. La información incompleta que ahora existe dificulta hacer una valo-

ración definitiva de la participación accionarial representada en el consejo de las sociedades españolas cotizadas, aunque en general debe afirmarse que esa participación tiende a ser elevada, reafirmando la estrecha conexión entre propietarios y gestores en la mayoría de nuestras empresas.

La eficacia de los consejos en su función supervisora y/o decisora se ha relacionado con su tamaño. Michael Jensen, por ejemplo, recomienda consejos entre cinco y siete miembros y nunca con más de diez personas. En el Informe Olivencia se abre el abanico a entre cinco y quince. Los cuadros 4.3 y 4.4 presentan evidencias del número de consejeros en las empresas españolas que cotizan en bolsa. El promedio de consejeros en las empresas de la muestra es de once, mientras que la mediana de la distribución es nueve. Aho-

Cuadro 4.3

ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA SOBRE EL TAMAÑO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN POR GRUPOS DE CONTROL

Grupos de control	Media	Mediana	Máximo	Mínimo	D. estándar
Familias	8	6	22	2	4,7
O. empresas nacionales	10	9	24	4	5,1
Empresas extranjeras	11	8	26	2	6,1
Entidades de crédito	11	11	17	5	3,4
Sector público	17	16	33	5	7,8
Total	11	9	33	2	6,1

Fuente: Galve y Salas (1996).

Cuadro 4.4

DISTRIBUCIÓN DE EMPRESAS EN FUNCIÓN DEL TAMAÑO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN POR GRUPOS DE CONTROL

Grupos de control	Y>20	20>Y>15	15>Y>10	10>Y>5	5>Y>2	Total
Familias	5,2	5,3	26,3	47,4	15,8	100
O. empresas nacionales	4,4	13,0	17,4	52,2	13,0	100
Empresas extranjeras	11,5	11,5	15,4	57,7	3,9	100
Entidades de crédito	–	11,8	52,9	35,3	–	100
Sector público	42,9	21,4	14,3	21,4	–	100
Total	11,1	12,1	24,2	45,5	7,1	100

Fuente: Galve y Salas (1996).

ra bien, este promedio está «inflado» por el alto tamaño medio de los consejos en las empresas públicas, dieciséis personas. En casi la mitad de las empresas no se supera el límite de diez consejeros, mientras que límite superior de quince se supera en algo menos del 25% de los casos.

El número de consejeros aparece con cifras que permiten cuestionar su eficacia en las empresas de propiedad pública y, tal vez, entre entidades financieras. Es de suponer que en las empresas públicas la figura de consejero responde a objetivos particulares (completar el salario de altos cargos, por ejemplo). Además, la progresiva privatización de estas empresas ha llevado consigo reducciones en la dimensión de sus consejos. En el resto de los casos, la dimensión de los consejos debe considerarse razonable.

En cuanto a la composición y rotación de los consejos en las empresas españolas cotizadas, la evidencia disponible se muestra en el cuadro 4.5. Alrededor de la cuarta parte de los consejeros son, en promedio, consejeros internos o ejecutivos, con alguna variación intersectorial (38% en comercio y servicios y 14% en otras manufacturas). La información disponible no permite conocer qué parte del 75% restante pueden considerarse consejeros independientes.

La rotación media anual de los consejeros es del 12% para el conjunto del consejo y del 13% para los consejeros internos. Ello significa una duración media del mandato por consejero de algo más de nueve años, aunque de nuevo se detectan diferencias por sectores de actividad (construcción y transformados metálicos son los sectores donde la rotación es mayor y por lo tanto el mandato medio es menor). Un análisis más pormenorizado de esta rotación muestra que está relacionada con los resultados de la empresa y la concentración accionarial. En este sentido se observa una relación negativa y estadísticamente significativa entre rotación del consejo y resultados económicos de la empresa, lo cual indica que la rotación de consejeros aumenta en las empresas con malos resultados económicos, comparada con la rotación observada en empresas con buenos resultados. De las estimaciones realizadas se desprende que, cuando la rentabilidad de los activos se sitúa en el promedio de la muestra, la rotación de consejeros, por año, está alrededor del 3,5%. Si la rentabilidad desciende en una desviación típica con respecto a la media, la rotación se

DIMENSIÓN Y ROTACIÓN DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN POR SECTORES

Sector	Número de empresas	Número de consejeros (promedio 89-95)	Rotación anual de consejeros (promedio 90-95)	Número de consejeros ejecutivos (promedio 89-95)	% sobre consejeros totales	Rotación anual de consejeros ejecutivos (promedio 90-95)
		Media desviación típica	Media desviación típica	Media desviación típica	Media desviación típica	Media desviación típica
Energía, agua	18	12,62	0,13	3,76	0,27	0,06
		5,99	0,17	4,13	0,22	0,16
Minería, metal cemento	22	8,63	0,12	1,76	0,21	0,17
		3,49	0,21	2,14	0,22	0,42
Metal mecánica	14	8,12	0,25	1,43	0,18	0,21
		3,21	0,25	1,22	0,16	0,49
Manufacturas	13	8,91	0,09	1,16	0,14	0,16
		4,48	0,19	1,26	0,15	0,39
Construcción	4	9,93	0,19	3,11	0,32	0,18
		2,48	0,22	1,10	0,11	0,33
Comercio y servicios	7	6,02	0,11	1,85	0,38	0,11
		2,83	0,21	1,03	0,29	0,36
Transporte y comunicaciones	5	13,49	0,13	3,38	0,25	0,05
		6,18	0,17	3,64	0,18	0,16
Inmobiliarias	5	12,80	0,11	2,68	0,20	0,07
		5,94	0,21	2,48	0,11	0,22
Bancos	25	13,03	0,12	3,60	0,31	0,11
		6,93	0,26	3,80	0,27	0,35
Totales	113	10,46	0,12	2,54	0,24	0,13
		5,60	0,22	3,02	0,22	0,35

Fuente: Gispert (1998).

eleva al 10,5%. La sensibilidad de la rotación a los resultados se atempera a medida que la concentración accionarial es mayor.

El trabajo empírico a que nos referimos contrasta si la rotación de consejeros ejecutivos, condicionada por un determinado nivel de resultados, aumenta o no con la proporción de consejeros externos que forman parte del consejo. Si los consejeros externos refuerzan la labor de supervisión y con-

trol del consejo, es de esperar que a medida que aumente su presencia en el mismo unos pobres resultados de la empresa aceleren la sustitución de los consejeros ejecutivos, comparativamente con la que tiene lugar en consejos donde la proporción de externos es menor. Sin embargo, la evidencia empírica para España muestra que la proporción de consejeros externos no influye en la rotación de los internos para unos beneficios dados.

Las evidencias disponibles sobre los consejos de las empresas españolas que cotizan en bolsa se comparan en el cuadro 4.6 con evidencias procedentes de estudios referidos a otros países. La comparación lleva a las siguientes conclusiones.

Cuadro 4.6

DATOS COMPARATIVOS SOBRE EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN					
	España (1)	Alemania (2)	Reino Unido (3)	Estados Unidos (4)	Japón (2)
Tamaño medio consejos	11	25	9,3	13	22
Proporción de consejeros ejecutivos (%)	25,0	30,0	69,0	30,0	95
Rotación consejeros					
Externos (%)	14,0	12,6	4,2	–	–
Ejecutivos (%)	12,5	11,2	9,2	–	–
Relación entre rotación consejeros, resultados de la empresa ⁽⁵⁾	-0,120	-0,103	–	-0,72	–

(1) Gispert (1998); incluye rotación natural por jubilación o fallecimiento.

(2) Kaplan (1994a) y Franks y Mayer (1997). Consejeros ejecutivos se corresponden con miembros del consejo directivo y consejeros externos con miembros del consejo de vigilancia.

(3) Franks, Mayer, Ronneboog (1998).

(4) Kaplan (1994b).

(5) Coeficiente de regresión entre rotación de consejeros y rentabilidad bursátil.

- El tamaño medio de los consejos españoles está en línea con el tamaño medio en las empresas de otros países de su entorno, especialmente si excluimos las empresas hasta hace poco de propiedad pública.

- No existen evidencias de que, de forma generalizada, los consejos estén dominados por internos o ejecutivos. Por el contrario, la proporción de estos consejeros se encuentra en el límite inferior cuando se compara con la de empresas en otros países. Por término medio, el plazo de permanencia de los consejeros en su puesto está en línea con el que se observa en otros países.

- Unos pobres resultados financieros de las empresas aumentan significativamente la probabilidad de rotación en el consejo, afectando a consejeros internos y externos, si bien esa probabilidad no depende, en el caso de España, de la proporción de consejeros externos. De nuevo, los resultados españoles no difieren de los que se observan en otros países, por lo que no hay razón para atribuir a los consejeros de las empresas españolas un poder de «atrincheramiento» superior al de los consejeros en empresas de otros países.

- Apreciados en su conjunto, las evidencias empíricas resumidas en el cuadro 4.6 revelan que unos pobres resultados financieros desencadenan un aumento en la proporción de consejeros que abandonan el consejo que, en su significación estadística y magnitud, no difiere mucho de unos países a otros, a pesar de las marcadas diferencias en el modelo general de gobierno entre unos y otros (países anglosajones frente al resto). Estas diferencias no parecen repercutir en su eficacia para penalizar a los directivos cuando los resultados financieros de la empresa son insatisfactorios.

- La coincidencia en los indicadores de *performance* en la labor disciplinaria del consejo no debe llevar a concluir que esos indicadores deban ser aceptados como satisfactorios. Los críticos del modelo de gobierno americano argumentan que las evidencias empíricas disponibles para las empresas de ese país sugieren que la acción disciplinaria del consejo tarda demasiado tiempo en ejercitarse desde que aparecen las primeras señales de alarma.⁽⁸⁾ Si esta crítica es correcta, posiblemente sea extensible a todos los países estudiados.

Propuestas de cambio

Las reflexiones suscitadas en España sobre el consejo de administración y su funcionamiento, de las que el informe del Círculo de Empresarios es un ejemplo representativo, se han acompañado de recomendaciones de cambio, con el fin último, según el informe citado, de «reforzar el papel del consejo en la vida de la empresa» (p. 5).

La culminación de un estado de opinión, influido sin duda por los debates a iniciativas que tienen lugar en otros países, se plasma en el *Código*

(8) Véase Jensen (1993) y las referencias que allí se citan.

de Buen Gobierno realizado por una comisión presidida por el catedrático D. Manuel Olivencia, atendiendo al encargo del Ministerio de Economía. El *Código* tiene como finalidad última recomendar un conjunto de prácticas para la composición y funcionamiento del consejo de administración de las sociedades españolas que cotizan en bolsa y con un porcentaje mayoritario de acciones de libre circulación, buscando «la transparencia y la responsabilidad del consejo, y eficacia, al servicio del interés social, definido conforme a la regla de creación de valor para el accionista».

El *Código* de buenas prácticas redactado por la Comisión Olivencia se alinea desde el principio con la perspectiva financiera del gobierno empresarial, que tiene su referente más claro en los países anglosajones. En este sentido, el *Código* parte de la premisa de una evolución de nuestro mercado de capitales que va a derivar hacia un incremento del capital flotante, con el consiguiente «mayor riesgo de divergencia de intereses entre la propiedad y la gestión». Corresponde al consejo intervenir para que esa divergencia no se torne en contra de los resultados que consiguen los accionistas y para ello se recomienda que actúe como un «instrumento de supervisión y control, dirigido a alinear los planes de quienes gestionan la sociedad con los intereses de quienes aportan los recursos y soportan el riesgo empresarial».

Recuadro 4.1. Misión de la empresa

• El objetivo de la empresa (y por tanto de su dirección y consejo de administración) es conducir sus actividades de negocio de manera que se incremente el beneficio y la ganancia de los accionistas. En la persecución de este objetivo, el papel del consejo es asumir la responsabilidad por el éxito de la empresa a través de ser responsable de su gestión, tanto frente a los éxitos como frente a los fracasos. Esto significa elegir a un equipo directivo exitoso, supervisar la estrategia corporativa y sus resultados y actuar como un recurso de la dirección en materia de política y planificación.

Report of the National Association of Corporate Directors Commission on Director Professionalism, p. 1 (noviembre 1996).

• *El objetivo único y supremo compartido por todas las empresas cotizadas, cualquiera que sea su tamaño y tipo de negocio, es el mantenimiento y el mayor aumento posible en el valor de la inversión de los accionistas a lo largo del tiempo. Todos los consejos tienen esta responsabilidad y sus políticas, estructura, composición y procesos de gobierno deben reflejar esto.*

Hampel Committee on Corporate Governance (enero 1998).

• *El interés de la empresa puede entenderse como el fin supremo de la misma considerada como un agente económico separado, persiguiendo sus propios objetivos, los cuales son distintos de los intereses de los accionistas, empleados, acreedores, proveedores y clientes. Al mismo tiempo representa el interés común de todas estas personas deseosas de que la compañía sobreviva y prospere. El Comité cree, pues, que los directores deben en todo momento preocuparse únicamente de defender los intereses de la compañía.*

Viénot Report, p. 5 (julio 1995).

• *Generar beneficio económico a largo plazo para aumentar la riqueza del accionista (o inversor) es necesario para atraer inversiones en forma de recursos propios y constituye, por tanto, la misión central de la empresa. Al mismo tiempo, sin embargo, las empresas deben funcionar en el conjunto de la sociedad. En grados distintos, diferentes sistemas nacionales y empresas individuales pueden atemperar los objetivos económicos para asumir objetivos no económicos. La total transparencia de objetivos económicos y no económicos, tanto a nivel del sistema nacional como de cada empresa individual, será necesaria en una competencia global por el capital.*

Informe de la OCDE sobre gobierno de la empresa, p. 27 (abril 1998).

Para llevar a cabo esa labor de supervisión, el consejo asumirá responsabilidades directas en la «aprobación de las estrategias generales de la sociedad: a) nombramiento, retribución y, en su caso, destitución de los más altos directivos de la sociedad; b) control de la actividad de gestión y evaluación de los directivos; c) identificación de los principales riesgos de la sociedad e implantación y seguimiento de los sistemas de control interno y de información adecuados; y d) determinación de las políticas de información y comunicación con los accionistas, los mercados y la opinión pública».

Por último, el informe señala dos condiciones principales para que el consejo realice con eficacia la labor de supervisión: a) asumir como criterio de actuación «la maximización del valor de la empresa o (...) la creación de valor para el accionista», y b) incluir entre sus miembros a consejeros independientes «cuya misión primordial consiste en hacer valer en el consejo los intereses del capital flotante».

El informe aboga claramente por un consejo separado de la junta de accionistas y del equipo directivo, que asume una función de supervisión, sin intervenir en la gestión cotidiana, procurando que las actuaciones de la empresa se orientarán a la creación de riqueza para los accionistas y haciendo creíble este criterio de actuación ante los inversores externos a través de la incorporación al consejo de personas ajenas a los intereses de la empresa cuya reputación suba o baje de valor con una alta correlación con el movimiento en el precio de las acciones. La propuesta concuerda plenamente con la que se ha extendido entre los países anglosajones, tal como quedó resumida en un apartado previo de este mismo capítulo.

Comentario

El código de buenas prácticas que recomienda el informe elaborado por el comité de expertos españoles, así con las premisas bajo las que se elabora, constituye una propuesta rigurosa y coherente para un modelo de empresa donde el equipo directivo tiene un alto margen de discrecionalidad como consecuencia de una estructura accionarial dispersa y afectada por las ineficiencias propias de una conducta de «pasajero sin billete» cuando los

accionistas deben atender las funciones de supervisión. En las condiciones descritas, es necesario crear un mecanismo que centralice el control y evite que la discrecionalidad directiva se traduzca en decisiones contrarias a los intereses de los accionistas. El consejo que se define en el informe pretende ser el mecanismo buscado, y los redactores del mismo apuntan, como evidencia de que efectivamente lo es, propuestas similares elaboradas en otros países así como evidencias empíricas de que los mercados reaccionan favorablemente al anuncio de la entrada de consejeros independientes en el consejo de las compañías.

Sin embargo, incluso en el marco general en el que se inscribe el informe, el modelo de empresa anglosajona, el consejo constituye un mecanismo de control, pero no el único. Una estructura financiera con más endeudamiento, un mercado de control activo, la intensificación de la competencia en el mercado de productos... reducirán el *cash-flow* libre y ayudarán a alinear los planes de los directivos con los intereses de los accionistas. Hubiera sido deseable que el informe se pronunciara sobre las posibles ventajas de la propuesta contenida en el mismo frente a las otras alternativas, las complementariedades o conflictos que se puedan producir entre todas ellas.

La empresa sin un núcleo de accionistas estables de control apenas está representada en el conjunto de empresas públicas españolas que cotizan en bolsa. Es cierto que la privatización de empresas públicas ha aumentado el capital flotante en el mercado, pero en todos los casos existe un núcleo de control con amplia representación de entidades financieras y otros accionistas significativos con posibilidades de ejercer un control sobre el equipo directivo. Más que falta de alineación entre planes de los directivos e intereses de los directivos, lo que es de esperar es que el conflicto entre el núcleo de control y los intereses de los minoritarios. Hubiera sido deseable que el informe se pronunciara sobre el grado de protección que la ley de sociedades otorga en la actualidad al accionista minoritario en la empresa española, valorando la conveniencia de actuar por vía legislativa frente a la de las buenas prácticas, con la incorporación de consejeros independientes, si se considera que la situación actual es insatisfactoria.

La experiencia reciente de promover iniciativas legislativas con el fin de aumentar la autonomía al consejo frente a la junta de accionistas, apelan-

do al autocontrol que proporciona la adhesión por parte del consejo al *Código de buenas prácticas*, ha sido fuertemente contestada.⁽⁹⁾ Ello hace suponer que la tradición jurídica española, mucho más normativista que la anglosajona, junto con una estructura de propiedad de las empresas notablemente distinta, describen un marco muy diferente al que ha dominado en los países anglosajones, pioneros en la difusión de los códigos de buenas prácticas en los que se inspira el código español. Nótese, por ejemplo, la situación en el Reino Unido según se describe en el cuadro 4.6, donde los consejos tienen un claro predominio de internos (ejecutivos), lo que no ocurre en otros países excepto Japón. Reclamar mayor presencia de consejeros externos, como hace el Informe Cadbury, entre las empresas del Reino Unido tiene un significado distinto al que tiene una petición similar en otros países donde el dominio de los consejeros externos está ampliamente extendido.

El *Código de buenas prácticas* identifica interés de la empresa con intereses de los accionistas, en concordancia con lo que es habitual en los códigos de origen anglosajón. Se distancia así del Informe Viénot, francés, que separa y antepone el interés de la empresa en su conjunto al de los accionistas. Más aún, el código español justifica su propuesta afirmando que, al asumir como criterio para la toma de decisiones la creación del valor para el accionista, se está actuando conforme al interés social y se está contribuyendo a la correcta asignación de los recursos.

Bajo estas premisas era de esperar que el *Código* evitará cualquier referencia a que en el consejo se representen colectivos de interesados distintos de los accionistas, como ocurre en Alemania, por ejemplo. No vamos a repetir aquí los argumentos expuestos en el apartado teórico sobre cual es o debe ser la misión de la empresa. Pero tal vez hubiera sido deseable que el *Código* prestara atención a la influencia de la misión que la empresa se auto-atribuye, en las oportunidades de crear riqueza, en general y para el accionista en particular. Al enunciar su misión, la empresa asume un *compromiso* con el conjunto de interesados que se implican en la acción colectiva y de ese compromiso se deriva la viabilidad o no de contratos implícitos que influyen

(9) Como muestra representativa, véase el artículo de opinión de Juan José López Burniol en *La Vanguardia*, 30 agosto 1998.

en decisiones reales. En este sentido, nos parece acertada la propuesta que se realiza en el informe de los expertos elaborado por encargo de la OCDE, según la cual lo que la empresa debe hacer es comunicar claramente cual es su misión y compromiso para que todos los interesados puedan obrar en consecuencia. Esta transparencia será relevante en la medida en que existan empresas como The Body Shop (véase recuadro 4.2), cuya misión se define asumiendo un compromiso explícito con todos los interesados.

Recuadro 4.2. La misión de The Body Shop

The Body Shop es una empresa del Reino Unido que cotiza en bolsa y que emite un «Informe para interesados» (Stakeholder Report) referente a su misión social. El Informe se basa en parte en una «auditoría social» e incluye una descripción de «Nuevos Pasos» que la compañía trata de dar con el fin de mejorar sus relaciones con empleados, franquiciados, proveedores, comunidades en las que opera y accionistas.

- Dedicar nuestra actividad comercial a perseguir el cambio social y ambiental.*
- Equilibrar de una forma creativa las necesidades financieras y humanas de nuestros interesados; empleados, clientes, franquiciados, proveedores y accionistas.*
- Asegurar decididamente que nuestro negocio es ecológicamente sostenible: satisfacer las necesidades del presente sin comprometer al futuro.*
- Contribuir de forma significativa a las comunidades locales, nacionales e internacionales con las que mantenemos intercambios, a través de adoptar un código de conducta que asegura cuidado, honestidad, equidad y respeto.*
- Hacer campaña de forma apasionada por la protección del entorno, los derechos humanos y civiles, y en contra de los experimentos con animales en la industria de la cosmética y del aseo.*

• *Trabajar incansablemente para estrechar la brecha entre los principios y las prácticas, al mismo tiempo que hacemos parte de nuestra vida cotidiana la alegría, la pasión y el cuidado.*

• *Intentamos hablar francamente a los accionistas sobre nuestro negocio y demostrar que nuestra base no es puramente financiera. Este Informe para interesados es un paso más en esa dirección a través de presentar una base integrada.*

The Body Shop Stakeholder Report, pp. 1-26 (1997). Tomado de OCDE (1998), p. 32.

Todo esto no es más que el reflejo de la dificultad operativa de definir una misión y objetivo de la empresa que permita ejercitar el control y la supervisión con eficacia. Enunciar que el objetivo último es maximizar el valor de la empresa o, lo que es lo mismo, crear valor para el accionista, establece una directriz u orientación de las actuaciones, pero no evita la dificultad de traducir esa directriz en medida concretas de resultados. Puede ocurrir, por ejemplo, que se maximice el valor (en el sentido de que ex-ante se han tomado decisiones que son coherentes con ese objetivo, dada la información disponible), pero que *a posteriori* se haya destruido valor para el accionista, pues el valor de sus acciones está por debajo de cuando las compró. Es probable que situaciones de este tipo expliquen la nota⁽¹⁰⁾ emitida por el Banco de Santander en plena crisis financiera, advirtiendo a sus accionistas que su propósito de crear valor para el accionista no está formulado en términos de precios de las acciones sino en términos de crecimiento en el beneficio por acción, medida, por otra parte, criticada por muchos analistas financieros. El Informe Olivencia recoge la dificultad de hacer operativo el criterio del *interés social* cuando se trata de evaluar los resultados de la empresa, pero no se plantea que la dificultad sigue existiendo con los objetivos que propone como alternativa.

(10) Véase *La Vanguardia*, 30 de agosto 1998, p. 71.

Recuadro 4.3. Características más importantes de un consejo activo, independiente y profesional

Liderazgo en la estrategia corporativa. El consejo debe guiar y participar en las decisiones estratégicas básicas de la compañía. El consejo debe comprender los riesgos y perspectivas inherentes con las elecciones estratégicas y, en colaboración con la dirección, debería desarrollar un conjunto de hitos y referencias para supervisar el éxito del plan estratégico.

Vigilancia activa sobre la dirección. La labor principal del consejo es supervisar a la dirección y hacerla responsable de la consecución de los principales objetivos de la empresa.

Independencia. Para vigilar a la dirección, el consejo necesita desarrollar y manifestar un juicio objetivo sobre la marcha de la empresa, independiente de la dirección (...). Unas estructuras concretas del consejo, así como determinadas prácticas, ayudarán a promover esa independencia; por ejemplo, poseer una mayoría de consejeros externos, nombrar a un consejero no ejecutivo como presidente del consejo. Algunas tareas más propicias para recibir opiniones independientes deben delegarse en comités especializados compuestos exclusivamente por consejeros externos. Tales comités independientes se generalizan entre las funciones de auditoría, retribución de directivos y nombramiento del director.

Tutela de la función de auditoría. El consejo asume la responsabilidad última sobre la veracidad de la información financiera que se hace pública, así como la responsabilidad de que la empresa cumple las leyes (...). Para asegurar que los estados financieros se elaboran y se comunican de forma objetiva, fiable e informática, el consejo deberá cooperar con los auditores externos para mejorar el sistema de información e interpretar de forma fiel los indicadores de resultado de la empresa.

Control sobre el nombramiento de consejeros. *Una tarea importante del consejo es proponer a los candidatos a consejeros para que de entre ellos los accionistas elijan a los que se incorporarán al consejo. En algunos países esta labor suele ser supervisada por consejeros ajenos al equipo directivo.*

Responsabilidad frente a los accionistas y la sociedad. *El consejo debe reconocer, valorar e impulsar las responsabilidades «ciudadanas» de la empresa, tanto internas como externas. Al mismo tiempo que se responsabiliza ante los accionistas, será sensible también a las preocupaciones de otros interesados a los que afectan las decisiones de la empresa. El consejo asegurará un comportamiento ético y el cumplimiento de las leyes y regulaciones en todas las áreas y países donde opera la empresa.*

Autoevaluación periódica. *El consejo debe evaluar su propio comportamiento y resultados en un esfuerzo continuo por mejorar.*

Fuente: OCDE (1998, pp. 40 y 50).

Conclusión

Quizá la conclusión más general que emerge de las reflexiones previas sobre el consejo de administración en las sociedades mercantiles es que desde diferentes perspectivas se está pidiendo un reforzamiento del papel del consejo de administración en dichas sociedades, con un mayor protagonismo en la supervisión de la gestión cotidiana de las mismas.

En Alemania, el consejo de administración reconoce expresamente la función de supervisión y se estructura en dos niveles para hacerla efectiva; sin embargo, en algunos ámbitos y situaciones se ha cuestionado su eficacia. En los países anglosajones se respeta el carácter monista actual de los consejos, pero se recomienda reforzar su función supervisora incorporando al consejo mayor número de consejeros externos, distinto de los internos o ejecutivos,

entre los que los llamados consejeros independientes (pues no son accionistas de la sociedad ni tienen con ella otros intereses que los que se derivan de su presencia en el consejo) han recibido una atención especial, al ser los únicos externos cuando en la sociedad todos los accionistas forman parte del llamado capital flotante. En Japón, el interés por reforzar el consejo es más reciente, cuando se han comprobado las debilidades de otros mecanismos de control, mientras que en España se sigue un cierto mimetismo con las recomendaciones propuestas en los países anglosajones.

Mayor discrepancia existe a la hora de delimitar el criterio bajo el cual el consejo va a llevar a cabo esa supervisión y que estará subordinado al objetivo o misión que se marque la empresa. Para la corriente más ortodoxa, ese criterio no es otro que la maximización de la riqueza que los accionistas tienen comprometida en la empresa, lo cual significa que la composición y funcionamiento del consejo deben diseñarse con este fin. El consejo es un órgano delegado de la junta de accionistas, a quien ésta encarga la defensa de sus intereses colectivos a través de tutelar los contratos que se establecen con otros propietarios de recursos distintos de los activos de la empresa, propiedad de los accionistas.

Frente a este planteamiento dominante en los países anglosajones, y al que se adhiere el informe de buenas prácticas de gobierno empresarial realizado en España bajo la dirección del profesor Olivencia, algunos autores de reconocido prestigio proponen perspectivas alternativas sobre el papel del consejo y la misión de la empresa. En la mayoría de los casos, todos los interesados (accionistas, acreedores, trabajadores, clientes, proveedores, sociedad en general) tienen algo que perder con la marcha de la empresa y, por lo tanto, cuando se toman decisiones deben ponderarse expresamente los beneficios y costes de cada uno de ellos. El consejo debe llevar a cabo su labor de supervisión teniendo en cuenta este criterio, por lo cual a veces será recomendable, dicen, ampliar la representación en el mismo a todos los colectivos interesados. La representación de los trabajadores en el consejo de vigilancia alemán sería coherente con este planteamiento. Es importante notar que la perspectiva de los interesados no es del todo contradictoria con algunas posiciones ortodoxas, como la de Williamson, si bien éstas defienden el consejo como órgano exclusivo para la representación de los accionistas y

propugnan mecanismos alternativos para la protección de las quasi-rentas del resto de interesados.

El capítulo recoge también propuestas heterodoxas, como la de Blair y Stout, según la cual el consejo actúa de fideicomisario de los activos de la empresa, los cuales se sustraen de la propiedad de cualquier interesado, y desde una posición de independencia facilita el acceso a los mismos al resto de propietarios de recursos y administra sus derechos sobre los resultados de la actividad, con el fin de asegurar la supervivencia de la coalición. Hablar de propiedad de la empresa no tiene ya significado alguno en esta situación, de manera que se estaría de acuerdo con Kay en que la empresa no es realmente de nadie.

Durante los últimos años y al hilo de lo que ha pasado en otros países, en España se ha generado una corriente de opinión a favor de reformar el consejo de administración de las sociedades cotizadas en bolsa, con el propósito de reforzar su papel como órgano de supervisión del equipo directivo. Las opiniones se han traducido en recomendaciones de las que el llamado «Informe Olivencia», sobre buenas prácticas de gobierno, constituye la manifestación más visible. Las buenas prácticas en transparencia, independencia y profesionalidad que propone el informe nos parece altamente positivas y oportunas. Ahora bien, nos parece también que las recomendaciones se hubieran visto reforzadas si el informe hubiera adoptado desde el principio una perspectiva más amplia (sin limitarse exclusivamente al modelo financiero); si hubiera tenido en cuenta cuál es la realidad de partida (estructura accionarial muy concentrada incluso en las empresas cotizadas); si hubiese realizado un diagnóstico más preciso de cuales son las deficiencias que quieren subsanar (por ejemplo, en los consejos de las empresas españolas ya existe en general una mayoría de consejeros externos, lo que no ha sido así tradicionalmente en el Reino Unido, por ejemplo).

Por último, dentro de este capítulo se han presentado evidencias de que la respuesta de los consejos de administración disciplinando a los equipos directivos cuando los resultados de los accionistas empeoran es similar entre empresas que actúan bajo modelos de gobierno distintos. En particular, la evidencia de que la rotación de directivos cuando disminuye la rentabilidad de los accionistas es similar entre empresas cuyos consejos difieren en cuan-

to a colectivos de interesados con representación en el mismo, sugiere que existe una elevada correlación entre la evolución de los resultados conseguidos por cada uno de estos interesados. Otra cosa distinta es saber si la reacción del consejo ante señales de alarma es suficientemente rápida y contundente como para corregir el rumbo de la empresa antes de que se llegue a males mayores.

V. Inversores relacionales

Introducción

Este capítulo analiza el gobierno de la empresa cuando existen inversores financieros significativos en la estructura de propiedad, de manera que el control sobre los activos y su gestión por parte del equipo directivo no están mediatizados por el consejo de administración. Las condiciones descritas definen lo que se ha llamado «inversión o financiación relacional», caracterizada por la presencia en la estructura de contratos de la empresa, de inversores financieros importantes que se comprometen a mantener su condición de inversores a largo plazo y a aportar fondos adicionales si ocurren determinadas contingencias que lo hagan necesario. Los compromisos acostumbran a ser tácitos o implícitos (no media contrato formal) y el inversor los contrae con la expectativa de capturar a cambio rentas futuras. Ejemplos de inversores relacionales son: las sociedades de capital riesgo (tal como funcionan en Estados Unidos, sobre todo), la mayoría de los bancos en los distintos países cuando financian a pequeñas y medianas empresas, el banco principal en Japón y el «banco de casa» (*house bank*) en Alemania, los accionistas estables, etc.

Siguiendo la estructura del capítulo anterior, dividiremos la exposición refiriéndonos primero al inversor relacional en el contexto del modelo de gobierno anglosajón y, en particular, al debate sobre este tipo de inversores que surge en Estados Unidos a principios de los años noventa. Posteriormente, la exposición se centrará en el caso de Japón y Alemania, países donde la

inversión relacional ha tenido una mayor tradición y donde ha sido cuestionada por acontecimientos recientes como la crisis financiera que está afectando a Japón y otros países asiáticos. Por último, se estudiará el caso español, aportando evidencias empíricas sobre la estructura accionarial de las grandes empresas que cotizan en bolsa y la influencia de la misma en sus resultados económicos y financieros.

5.1. La inversión relacional en el debate americano sobre el gobierno de la empresa⁽¹⁾

Propuestas

La premisa de la mayoría de los analistas que abogan por los inversores relacionales en Estados Unidos es que quienes hacen las ofertas públicas de adquisición, los inversores institucionales y el mercado en general sufren de «cortoplacismo» o «miopía» a la hora de fijar el precio de las acciones, lo cual lleva a unos pobres resultados, en la medida en que obliga a los directivos a contenerse de llevar a cabo inversiones cuyos rendimientos se verán a más largo plazo. Puesto que el inversor relacional es paciente, su horizonte temporal de decisión será más largo que el de los demás inversores y se evitarán las decisiones de inversión ineficientes.

Michael Porter (1992), por citar a uno de los autores que en su momento se pronuncia con más claridad sobre estas cuestiones, escribe que «el sistema americano de asignar capital, tanto dentro de la empresa como entre empresas, parece estar fracasado», por lo cual «en buen número de sectores, las empresas americanas se colocan en una clara desventaja para la competencia global». Más concretamente, Porter argumenta que las empresas de Estados Unidos soportan presiones internas y externas que les llevan a invertir insuficientemente en activos intangibles, tales como relaciones intensas con los proveedores, servicios a los clientes, formación de los trabajadores y otras capacidades organizacionales. Estos activos no son sólo difíciles de apreciar por los inversores externos (repercutiendo en la consiguiente valoración de las acciones), sino que en la mayoría de los sistemas de presupuestación y retri-

(1) Romano (1996, pp. 297-313) contiene una síntesis clara y exhaustiva de este debate.

bución internos se ignoran casi totalmente, por lo que los directivos de los distintos departamentos tienen incentivos para pasar por alto la posibilidad de invertir en ellos. Mientras que los beneficios de estas inversiones tardan tiempo en materializarse y se comparten por toda la organización, sus costes se reconocen inmediatamente como gasto y se cargan a las unidades internas.

La tendencia a infrainvertir podría contrarrestarse parcialmente a través de una mayor centralización de la autoridad y con una contabilización apropiada (capitalización en lugar de gasto) de las inversiones en capacidades. Pero, de acuerdo con Porter, el problema es más profundo, y apunta al corazón del sistema de propiedad y gobierno en EE.UU. Como resultado de las leyes y regulaciones posteriores a los años treinta, dirigidas a frenar abusos y concentraciones de poder, en la gran empresa americana se produce una separación progresiva entre la propiedad y el control. Los grandes inversores institucionales que hoy dominan la propiedad de las empresas en Estados Unidos, argumenta Porter, están desprovistos de medios para actuar cuando los directivos se olvidan de los intereses de los accionistas, mientras que los consejos de administración han sido, durante mucho tiempo, inoperantes. La consecuencia inmediata de estas restricciones ha sido obligar a los directivos a mantener perspectivas a corto plazo, pues la única forma de evitar las penalizaciones del mercado era incrementar trimestre a trimestre los beneficios. El sistema de gobierno americano termina por acentuar los conflictos entre accionistas, acreedores, directivos y empleados, a pesar de que cada colectivo pueda estar actuando racionalmente, dentro de las restricciones particulares a que se ve sometido.

En contraste con esta situación, se afirma, las acciones de las empresas en Japón y Alemania están en manos de propietarios «dedicados» y «permanentes», cuyo propósito es perpetuar la empresa, y no tanto optimizar el beneficio período a período. La gran concentración de propiedad y la participación de los inversores contribuyen a reducir los costes por el conflicto de intereses entre la dirección, los accionistas y los acreedores, así como los costes por diferencias entre la información de los «internos» y la de los «externos». Con ello se reduce el coste del capital y, todo lo demás igual, se aumenta el precio de las acciones.

Recuadro 5.1. Recomendaciones de Porter (1992) sobre el buen gobierno de las empresas

- *Incorporar accionistas estables y darles voz directa en el gobierno de la empresa.*
- *Evitar las barreras artificiales anti OPA que aislen al equipo directivo de presiones competitivas.*
- *Contemplar la compra de la empresa por los directivos como una solución de último recurso.*
- *Nombrar a accionistas, clientes, proveedores, empleados y representantes de la comunidad como miembros del consejo.*
- *Vincular los incentivos retributivos con medidas de posición competitiva.*
- *Mantenerse alejados de diversificaciones no relacionadas.*
- *Cambiar desde estructuras fragmentadas hacia estructuras organizativas integradas.*
- *Transformar los sistemas de control financiero en sistemas de control de la posición en el mercado basados en:*
 - *una definición amplia de activos;*
 - *medidas de calidad y productividad de los activos, además de cantidad;*
 - *utilizar medidas relativas en lugar de absolutas.*
- *Evolucionar hacia presupuestos de inversión universales a través de:*
 - *evaluar programas de inversión en lugar de proyectos aislados;*
 - *tratamiento unificado de todas las formas de inversión;*
 - *separar la determinación de la deseada posición competitiva, de la evaluación de los medios necesarios para conseguirla.*

Discusión

Dejando a un lado las propias debilidades que también tienen estos sistemas, la traslación mecánica de los modelos de inversión relacional de Japón y Alemania a EE.UU. es cuestionable. Las relaciones múltiples, creando una malla de participaciones accionariales cruzadas entre las empresas, obedece en Japón al deseo de conseguir una mayor protección de las quasi-rentas correspondientes a las inversiones específicas de empresas, clientes y proveedores. En el contexto americano, estas inversiones específicas apenas han existido o, cuando son necesarias, se opta por la plena integración vertical. La justificación de los inversores relacionales debe hacerse, por tanto, dentro de lo que es la preocupación principal del sistema de gobierno americano: proteger las inversiones de los accionistas del riesgo de expropiación por parte de los directivos. Dicho de otro modo, si la base del éxito de los sistemas de gobierno relacionales radica en que existen sinergias como resultado de las múltiples interrelaciones entre empresas, no existe un lugar para ellos en el modelo americano porque, en general, aquí tales sinergias e interrelaciones apenas existen. Un fondo de pensiones, por ejemplo, no posee ninguna relación comercial con la empresa en la que invierte comprando sus acciones, por lo que proteger la inversión que realiza es el fin último de su papel de accionista. La pregunta pertinente es en qué supuestos tiene sentido que un inversor que suscribe acciones de una empresa asuma un papel activo en la supervisión del equipo directivo, en lugar de dejar ese papel a los consejeros que elige.

En la literatura económica y jurídica, los posibles beneficios del accionista relacional, con participación significativa en el capital, se han resumido en dos: i) aislar al equipo directivo de presiones del mercado, incluidas ofertas públicas de adquisición hostiles; ii) mejorar la calidad de la supervisión. El primer beneficio ocurre sólo para quienes creen que las OPA hostiles son negativas y se justifica bajo la premisa de que el mercado es miope. El segundo beneficio está ligado al primero en cuanto que se atribuye al inversor relacional una actuación superior o cualitativamente distinta de la que realiza el mercado de control.

La miopía o no del mercado es una cuestión empírica para la que la evidencia disponible no permite un veredicto definitivo. En este sentido exis-

ten estudios que demuestran que, en general, el mercado valora positivamente inversiones en I+D y otro tipo de inversiones con rendimiento a largo plazo; Chan *et al.* (1990). Empresas que se protegen de la amenaza de OPA tienden a reducir su gasto en I+D; Meulbroek *et al.* (1990). Las empresas objetivo en OPA se distribuyen por igual en industrias de alta y baja intensidad tecnológica, y no existen diferencias en el esfuerzo tecnológico de empresas adquirientes y adquiridas en operaciones de control; Hall (1990).

La ventaja supervisora del accionista significativo frente a la de supervisión a través de sus designados en el consejo se pone de manifiesto en empresas donde concurren las siguientes circunstancias: i) empresas con activos muy poco fungibles, es decir, empresas con una parte muy sustancial de activos intangibles o con activos tangibles altamente específicos; ii) empresas con rendimientos muy inciertos de sus activos, es decir, empresas cuya habilidad para conseguir aumentar el valor de los activos es desconocida, o empresas en industrias que tienen una demanda o unas necesidades tecnológicas altamente volátiles.

Para estas empresas, de un lado, los fondos propios son preferidos a la deuda como fuente de financiación, Williamson (1988), y del otro, la propiedad accionarial concentrada es preferida a la propiedad dispersa, porque existe una mayor necesidad de asegurar el acceso puntual a la información y la disciplina inmediata de la dirección, dado que los fondos propios pueden ser esquilmados antes de que el mercado se dé cuenta. El inversor relacional, con su presencia en el consejo concentrando un número elevado de votos, tiene un acceso más directo y rápido a la información, así como una capacidad de respuesta más inmediata, que los que se producirían si entre el equipo directivo y el accionista tuviera que mediar un consejo controlado por externos. Desde este punto de vista, la representación directa del accionista en el consejo constituye una estructura de gobierno más intervencionista que cuando existen consejeros independientes.

Pero es evidente que ser accionista significativo, e involucrarse en una supervisión continua de la dirección de la empresa, tiene sus costes. En primer lugar, suscribir una participación accionarial importante de una empresa puede limitar las posibilidades de diversificación del patrimonio personal del accionista, si ese patrimonio no es muy grande. Segundo, existe el coste de

oportunidad por el tiempo que dedica a realizar la supervisión desde el consejo. Tercero, está sujeto a unas obligaciones legales de información sobre las participaciones accionariales que posee, cambios en las mismas, respeto a las normas de la información privilegiada, etc.

Dentro del contexto en que nos movemos, donde los inversores relacionales no tienen vinculaciones con la empresa más allá de su condición de accionistas, la inversión relacional (e incluso la presencia de accionistas significativos) no será una solución eficiente para la generalidad de las empresas. La función de los accionistas significativos depende de si la naturaleza de los recursos de la empresa demanda un papel más activo que las tareas habituales de elegir a los consejeros e intervenir en los asuntos de la empresa en épocas de crisis. Desde este punto de vista, la inversión relacional constituye una forma de supervisión «fuerte» por los accionistas, en contraste con la forma «débil» propia del accionista que sólo interviene en tiempos de crisis. Siguiendo la regla que emana de la teoría de los costes de transacción (cada estructura de gobierno se adapta a la naturaleza/característica de las transacciones), esperamos que los accionistas significativos se involucren en inversión relacional (es decir, actúen de acuerdo con la forma fuerte de supervisión) cuando concurren circunstancias particulares: activos poco fungibles y *cash-flow* futuros muy inciertos.

El accionista importante que actúa como supervisor activo se posicionará en un punto intermedio del continuo de estructuras de gobierno entre 100% de propiedad difusa y consejos independientes, y 100% de propiedad concentrada a través de una operación de toma de control. Por lo tanto, es de esperar que comparta su control con otros accionistas minoritarios. Una cuestión relevante es si desde esa posición de control el accionista significativo está en condición de extraer beneficios privados, en contra de los intereses de los accionistas minoritarios, con lo cual parte de los beneficios de la supervisión activa no redundan en eficiencia colectiva, sino en rentas del grupo de control. La captura de estas rentas puede llevar también a que el accionista de control se «atrinchere» en esa posición e impida la transferencia del control a otros grupos que están en condiciones de mejorar los resultados colectivos.⁽²⁾

(2) Morck *et al.* (1988) y McConnell y Servaes (1990) presentan evidencias empíricas de este posible atrincheramiento.

Todo lo expuesto nos lleva a la conclusión de que el ejercicio de la inversión relacional tiene beneficios (mejora la supervisión sobre el uso eficiente de los recursos de la empresa) y costes (recursos invertidos en la supervisión, apropiación de beneficios privados, atrincheramiento, excesiva exposición al riesgo...) que habrá que ponderar para llegar a un resultado final. Desde esta perspectiva, algunos autores, Demsetz y Lhen (1985), postulan que cada empresa elegirá la estructura de propiedad que optimiza la diferencia entre ambos y con ello maximiza el valor de mercado. Si es así, la evidencia empírica debe decirnos que las estructuras de propiedad varían de unas empresas a otras de forma consistente con lo que cabe esperar desde la maximización del valor. Las evidencias que aportan Demsetz y Lhen van efectivamente en esa dirección, pero también existe otra que sugiere ineficiencias en la elección de la estructura de propiedad. Más que entrar en detalle en revisar la extensa literatura existente,⁽³⁾ nos centraremos en ejemplos de modelos organizativos que sí parecen haber tenido éxito en el desarrollo de la inversión relacional en los países anglosajones.

Ejemplos de inversión relacional en Estados Unidos

La perspectiva de inversión relacional puesta de manifiesto a partir de la aplicación de la teoría de los costes de transacción al diseño de mecanismos de gobierno, tiene su manifestación más visible en Estados Unidos en las sociedades de capital riesgo (*venture capital*)⁽⁴⁾ y en las sociedades de compras apalancadas (*leveraged buyouts* o LBO).

Las sociedades de *capital riesgo* toman participaciones accionariales importantes en las empresas donde invierten y se convierten en supervisores activos a través de estar presentes en el consejo de administración. La inten-

(3) Una excelente y completa revisión de la literatura anglosajona sobre la relación entre propiedad, control y resultados de la empresa puede verse en Short (1994); véase también Galve y Salas (1995).

(4) El significado de *venture capital* en la terminología de Estados Unidos acostumbra a ser bastante más restrictivo que en otros países de Europa. Black y Gilson (1998) definen *venture capital* como «inversión por organizaciones especializadas en empresas de alto crecimiento, alto riesgo y, con frecuencia, alta tecnología que necesitan capital para financiar el desarrollo de productos o su crecimiento y que, por la naturaleza de su negocio, necesitan que la financiación sea en forma de fondos propios», p. 2. Se trata por tanto de algo más que aportación de fondos propios en lugar de deuda. Black y Gilson resumen muy bien las características de las organizaciones de *venture capital* en el contexto americano y cuestionan que puedan reproducirse con unas características similares en otros países como, por ejemplo, Europa continental y Japón.

sidad de esta actividad, medida por el número de puestos del consejo ocupados por la sociedad de capital riesgo, aumenta alrededor del momento en el tiempo cuando se va a producir rotación en el puesto de CEO, momento en que previsiblemente la necesidad de vigilancia es mayor. Puesto que la sociedad de capital riesgo financia empresas de reciente creación (*start-ups*), la incertidumbre de sus flujos de caja es muy grande.

Las empresas de capital riesgo acostumbran a especializarse en industrias como computadoras, electrónica y comunicaciones, todas ellas de alta tecnología y cuyos activos tienden a ser altamente específicos de la empresa, a la vez que difíciles de valorar y de ser utilizados como colaterales en operaciones de préstamo, en especial en las primeras etapas del negocio. Todas estas características de las organizaciones que reciben los fondos de la sociedad de capital riesgo se corresponden fielmente con la explicación de la inversión relacional desde la teoría de los costes de transacción. Sin embargo, puesto que la financiación se aporta en etapas sucesivas, la sociedad de capital riesgo tendrá mayor capacidad de influencia sobre la dirección que el inversor relacional que realiza la aportación de una sola vez, sin posibilidad de realizar aportaciones futuras.

Las sociedades de capital riesgo también comparten la característica de inversor paciente que se atribuye al inversor relacional. El tiempo medio de permanencia como accionistas de la empresa que financian es de cinco años y, una vez la empresa sale a bolsa, conservan una parte sustancial de su capital durante al menos un año; Sahlman (1990, pp. 483-487). Por último, la sociedad de capital riesgo no mantiene otras relaciones con la empresa participada que actuar como inversor relacional, lo cual asegura que no surgirán conflictos de interés cuando dicha empresa se plantea salir a cotizar en bolsa.

La *organización LBO* también ha sido reconocida como una forma de participar en la financiación de las empresas que da lugar a un tipo de inversión relacional, aunque la forma de adquirir esa condición, el ejercicio de su función supervisora y el tipo de empresas a que acostumbra a dirigir sus inversiones, son distintos de las sociedades de capital riesgo.⁽⁵⁾

(5) Sobre las organizaciones de LBO, véase Jensen (1989, 1993).

La empresa LBO se convierte en accionista de otra empresa, la mayoría de las veces, a través de una operación de toma de control con características de OPA hostil, en cuanto que lleva consigo la salida del equipo directivo existente. Una vez se consigue el control, a la empresa adquirida se le dota de una estructura financiera con una elevada proporción de deuda. Por otra parte, las acciones se reparten casi exclusivamente entre la empresa de LBO y el equipo directivo de la empresa adquirida, de manera que este último concentra una parte significativa del capital. La condición de accionista de control permite a la empresa de LBO tener representación en el consejo y actuar como un accionista activo. Tal condición acostumbra a prolongarse durante varios años, lo cual convierte a la empresa LBO en un inversor a largo plazo; en este sentido, Kaplan (1991) encuentra que la empresa sometida a una operación de LBO acostumbra a mantenerse como empresa cerrada (fuera del mercado de capitales) durante seis o siete años; además, la empresa de LBO mantiene una participación accionarial significativa hasta varios años después de que la empresa financiada vuelva a cotizar en bolsa (en los casos en que esto ocurre).

El objetivo último de la operación de LBO es reducir la tesorería libre de la empresa intervenida y aumentar el poder de los incentivos de los directivos a través de hacerles partícipes significativos del capital de la empresa. La reducción de la tesorería libre se consigue con el alto endeudamiento de la empresa y por ello, para no incurrir en un excesivo coste esperado de quiebra, la empresa objetivo de la operación LBO debe tener una dotación de activos cuyas características les otorga la condición de colateral de la deuda. Por ello, las empresas candidatas a ser susceptibles de una operación de LBO pertenecen a sectores de bajo crecimiento, con activos de alto valor de liquidación, y por tanto con menos intangibles (baja intensidad en I+D), por ejemplo venta al detall y manufactura.

Las asociaciones de LBO y los fondos de capital riesgo superan muchas de las limitaciones de información que afectan a los típicos consejos de administración. La operación a través de la cual adquieren la condición de accionistas de la empresa objetivo les proporciona un conocimiento detallado de prácticamente todos los aspectos del negocio. Además, los consejos acostumbra a mantener contactos frecuentes con la dirección de la empresa, que puede llegar al contacto diario en tiempos difíciles. El *staff* de las asociacio-

nes de LBO o de las sociedades de capital riesgo facilita el contacto y el flujo de información con la empresa participada, proporciona los servicios financieros necesarios a las empresas operativas y sirve de «interface» entre éstas y los mercados de capitales.

La estrecha relación entre los socios de la asociación de LBO o los socios del fondo de capital riesgo con las empresas que mantienen en su cartera, permite que aquéllas se conviertan en algo más que suministradoras de fondos y tutoras del uso eficiente de los mismos. En este sentido, la empresa objetivo recibe asistencia directiva similar a la que proporciona una empresa de consultoría y, a la empresa que nace, el fondo de capital riesgo le proporciona el capital reputacional a partir del cual la empresa recién creada adquiere credibilidad en sus relaciones con terceros, de forma parecida a como ocurriría si se tratara de un banco de inversión.

Junto a estos rasgos en común, la asociación de LBO y el fondo de capital riesgo mantienen notables diferencias que es conveniente volver a recordar: el primero interviene en la empresa objetivo a través de una compra hostil, mientras que el segundo lo hace por invitación del propietario-directivo. La asociación de LBO se hace prácticamente con todo el capital de la empresa objetivo y adquiere el control absoluto, mientras que el fondo de capital riesgo no asume ese control. Por estos motivos, las asociaciones de LBO son contempladas por algunos, Romano (1996), como más próximas al mecanismo de gobierno de la toma de control que al mecanismo de la inversión relacional. Las características diferenciales explican que las asociaciones de LBO se especialicen en resolver problemas de gobierno en empresas maduras y los fondos de capital riesgo en empresas jóvenes y con alto potencial de crecimiento.

Recuadro 5.2. LBO y capital riesgo: lecciones generales para el buen gobierno societario

Los comentarios americanos sobre gobierno de la empresa han valorado en general muy positivamente a las asociaciones de LBO y a los fondos de capital riesgo, aunque esa valoración es más unánime

para los segundos que para los primeros. En este sentido, estudios empíricos realizados en Estados Unidos revelan que las operaciones de LBO, en los años ochenta, supusieron premios entre el 40% y el 50% para los accionistas que venden en la operación pública de compra, mientras que el valor de la empresa dos meses antes de la compra se multiplica por 2,35, tres años más tarde. El éxito de los fondos de capital riesgo se evalúa en términos cualitativos (su contribución al desarrollo de las empresas altamente innovadoras) y cuantitativos: 34 billones de dólares invertidos a finales de 1994, y varios billones de dólares conseguidos anualmente a través de operaciones de salida a bolsa por parte de empresas con presencia de fondos de capital riesgo.⁽⁶⁾

Ante tales éxitos, Jensen (1993) propone la siguiente lista de rasgos característicos de un sistema de gobierno como el que resulta de las actuaciones de los fondos de capital riesgo y de las asociaciones de LBO, las cuales pueden servir de referencia para cualquier empresa que desee dotarse de un sistema de gobierno eficaz:

a) Prohibición de subsidios cruzados entre divisiones, transfiriendo excedentes de tesorería de las excedentarias a las deficitarias.

b) Elevada concentración de acciones en el equipo directivo y el Consejo (20% en los primeros y entre 20%-60% en el Consejo, valores promedio de los LBO americanos en los ochenta).

c) Miembros del Consejo que representan de forma directa una fracción elevada de los titulares de las acciones.

d) Consejos de tamaño reducido, con no más de ocho consejeros.

e) El CEO, o consejero delegado, es el único miembro interno del Consejo.

f) Evitar en lo posible que el CEO presida también el Consejo.

(6) En Jensen (1993, p. 861) se enumeran las referencias que proporcionan estas cifras. Las operaciones de LBO a finales de los años ochenta tuvieron, sin embargo, una elevada tasa de fracasos, lo cual puso en duda su eficacia y desencadenó una reacción legislativa en contra del mercado de control hiperactivo.

El papel de los inversores institucionales

En los países anglosajones los inversores institucionales, fondos de inversión y de pensiones, compañías de seguros, concentran una parte muy importante de las acciones emitidas por las sociedades cotizadas. Su expansión creciente en los últimos veinte años, coincidiendo con una etapa en la que el modelo de gobierno de las empresas americanas recibía fuertes críticas, llevó a muchos investigadores a proponer que los inversores institucionales realicen, en países como Estados Unidos, la función de inversor relacional que en Alemania o Japón llevaban a cabo los bancos y/o los accionistas estables. Después de algunos años de evaluar qué ha sucedido realmente, existe una convicción bastante generalizada de que los inversores institucionales no pueden considerarse propiamente inversores relacionales.

Con algunas excepciones, cuya eficacia como accionistas activos no está del todo confirmada,⁽⁷⁾ existe una opinión ampliamente compartida de que la principal contribución de los inversores institucionales al gobierno de las empresas, en Estados Unidos, ha sido como facilitadores del funcionamiento del mercado de control, a través de influir en los equipos directivos para evitar que levantaran barreras con el propósito de dificultar la adquisición externa de la empresa; Macey (1998, p. 23). Esto significa que la participación de los inversores institucionales en el gobierno de la empresa americana ha sido, sobre todo, a través de la venta de acciones (salida), sin apenas involucrarse en la supervisión, consejo u orientación de los equipos directivos (voz). Las razones que se han dado para explicar estas prácticas son diversas.

Primero, los inversores institucionales operan en un entorno competitivo. Sus resultados son fáciles de evaluar y el número de inversores es elevado. En general, los inversores que compran participaciones en los fondos esperan que los gestores de estos fondos inviertan los recursos recibidos, de manera que resulte una cartera diversificada en la que se elimine el riesgo específico de cada empresa incluida en la misma. El tipo de habilidades que se requieren para gestionar las carteras con este fin son muy distintas de las que se necesitan para ofrecer sugerencias y consejos a los directivos de las empresas. Y si las ha-

(7) Por ejemplo, el caso del fondo de inversión CALPERS; véase Smith (1996).

bilidades son distintas, no puede hablarse de sinergias en la participación de los inversores institucionales en la gestión y gobierno de la empresa.

Segundo, si un inversor institucional se involucra en la supervisión y control de una empresa y con ello se logran mejoras en la gestión y en los resultados, estas ganancias se compartirán con otros accionistas y, en particular, con otros inversores institucionales. Puesto que habitualmente a los gestores similares se les evalúa en términos relativos a otros competidores similares, el que incurre en los costes de la supervisión y el control verá que sus resultados netos son inferiores a los de otros inversores que evitan esos costes y se benefician de una mejor gestión.

Tercero, los inversores institucionales tendrían que sacrificar liquidez a cambio de tener más voz en el gobierno de las empresas, pues si optaran por la voz, a través de tener una representación en el consejo, ello les daría acceso a mucha información pero al mismo tiempo inmovilizaría su participación accionarial en la empresa. En efecto, si en un momento dado el inversor decidiera vender las acciones, el mercado interpretaría esa decisión teniendo en cuenta su condición de accionista informado y penalizando el precio de las acciones de la empresa. La información que consigue desde la posición de accionista activo no podrá ser utilizada y, por lo tanto, no existen contrapartidas claras asociadas con la misma.

En resumen, para que los inversores institucionales se involucren más activamente como inversores relacionales deben incurrir en costes incrementales significativos: 1) incorporar nuevo capital humano; 2) ineficiencias derivadas de conductas de «pasajero sin billete»; 3) pérdida de liquidez; 4) potencial responsabilidad legal como consecuencia de actuar con información privilegiada.

5.2. Inversión relacional en Japón y Alemania

Las dos características más distintivas que se citan para diferenciar el modelo de gobierno dominante en Japón y Alemania, en comparación con el modelo americano, son las participaciones accionariales cruzadas entre empre-

sas y una relaciones próximas y estables entre los bancos y las empresas. En el caso de Japón,⁽⁸⁾ por ejemplo, el modelo queda resumido en «grupos de empresas (*keiretsu*) y banco principal (*main bank*)».

El sistema de banco principal no constituye una forma organizacional explícita, ni supone un contrato legal entre la empresa y el banco. Se trata de relaciones en gran parte implícitas y, por tanto, difíciles de detectar por observadores externos. Algo similar ocurre con los grupos (*keiretsu*), de manera que sus fronteras son borrosas y no es fácil identificar a las empresas que los integran. En el proceso de delimitar los grupos de empresas, los investigadores centran su atención en seis tipos de vínculos o relaciones entre bancos y empresas: reuniones del club de presidentes, financiación con deuda bancaria, participaciones accionariales cruzadas, intercambio de consejeros, transacciones en productos intermedios y proyectos conjuntos. Dentro de estos vínculos, el sistema de banco principal se define como una relación estrecha entre una empresa y un banco caracterizada por: a) financiación con deuda bancaria; b) participación accionarial cruzada; c) intercambio de consejeros. Algunos autores, Aoki y Sheard (1992), añaden a esta lista la vinculación del banco con la empresa por los servicios que le presta al canalizar cobros y pagos y al tutelar la emisión de títulos financieros al mercado.

Beneficios

Los beneficios de los grupos de empresas y el banco principal se han relacionado con la atenuación de problemas de información e incentivos en los mercados financieros, así como con la protección de quasi-rentas asociadas con inversiones específicas.

La literatura financiera ha identificado varios problemas de incentivos e información en los mercados financieros, que incrementan los costes de los fondos ajenos y limitan la actividad inversora. Así, por ejemplo, Jensen y Meckling (1976) argumentan que cuando la empresa coloca más acciones en el mercado, la participación accionarial del propietario inicial se reduce y con ello aumenta el incentivo para que este propietario desvíe recursos hacia su

(8) Referencias básicas para el conocimiento del modelo japonés son Aoki (1994), Aoki y Patrick (1994), Sheard (1994) y Hoshi (1994).

pecunio particular, en detrimento del conjunto de accionistas. Los accionistas externos que suscriben las acciones anticipan que tendrán que dedicar más recursos a supervisar la gestión del propietario y bajan el precio que están dispuestos a pagar por las acciones, lo cual significa un coste más alto para la empresa que desea ampliar su capital. De igual modo, si la empresa aumenta su financiación a través de deuda, el incentivo del equipo directivo para emprender proyectos de alto riesgo aumenta, debido a la responsabilidad limitada. Anticipando el problema de incentivos, los acreedores financieros pedirán un interés más alto por la deuda y compensarán así los costes adicionales de supervisión de las decisiones de la empresa. Por todo ello, el coste de los fondos externos necesarios para financiar inversiones nuevas es superior al de los fondos internos (autofinanciación).

En cuanto a los problemas de información, Myers y Majluf (1984) apuntan algunos que también aumentan el coste de la financiación externa. Ello ocurre cuando la empresa posee información que los inversores externos no poseen y es difícil de transmitir. Un buen proyecto, con una rentabilidad superior al promedio, será infravalorado por el mercado, lo cual equivale a que la empresa soporta un coste superior al que pagaría si las asimetrías de información no existiesen.

El grupo de empresas y la relación de banco principal pueden ayudar a resolver estos problemas de información e incentivos.⁽⁹⁾ Una estrecha relación entre bancos y empresas a través de endeudamiento, participación accionarial e intercambio de consejeros incrementa el flujo de información entre empresas y bancos, al igual que ocurre con las reuniones del «Club de Presidentes». En tanto en cuanto el banco es a la vez accionista y acreedor de la empresa, otros problemas de incentivos en la relación entre accionistas y acreedores también quedan mitigados. Algunos contrastes empíricos de estas hipótesis confirman que, efectivamente, la pertenencia a un grupo de empresas y la presencia de un banco principal reducen la sensibilidad de la inversión a la disponibilidad de fondos generados internamente, en una muestra de empresas japonesas; Hoshi *et al.* (1991).

(9) La teoría económica sobre la eficiencia de los bancos como supervisores del capital con que se financian las empresas se encuentra magníficamente expuesta en Diamond (1984), Mayer (1988) y Hellwig (1991).

La insolvencia financiera da lugar a costes por tres razones. La primera se refiere al problema clásico de acción colectiva entre los acreedores: si existen muchos acreedores, cada uno tiene incentivos para rechazar la renegociación de la deuda y actuar de pasajero sin billete sobre las acciones de los demás dirigidas a salvar la empresa. Incluso cuando es colectivamente eficiente que los acreedores condonen parte de la deuda, el problema de acción colectiva puede hacer prohibitiva la renegociación y se llega a una liquidación ineficiente de la empresa. En segundo lugar, el problema de información al que nos referimos anteriormente será previsiblemente más serio para una empresa con dificultades financieras que para una empresa financieramente sana, pues la primera tendrá muchas dificultades para convencer a los acreedores de que es económicamente viable a largo plazo. Además, los clientes y proveedores pierden su confianza en la empresa, pues anticipan la posibilidad de que las dificultades financieras la lleven a la quiebra.

El banco principal y el grupo de empresas ayudan a resolver estos problemas. En primer lugar, los flujos de información que se generan dentro del sistema alivian las asimetrías existentes. Segundo, el banco principal, en cuanto que proporciona una parte sustancial de la deuda de la empresa y es uno de los accionistas significativos, ayuda a resolver el problema de acción colectiva. La participación repetida en lo que *de facto* constituyen consorcios de prestamistas, es otra razón por la que el sistema de banco principal reduce el problema de acción colectiva. Por ejemplo, el banco Mitsubishi puede ser el banco principal de una empresa del grupo Mitsubishi, pero esta empresa también es prestataria de una empresa externa al grupo. Mitsubishi a su vez presta a empresas de fuera de su grupo como banco no principal. Los bancos forman de hecho un consorcio de prestamistas para el conjunto de empresas, o al menos de las más importantes. Está claro para todos los miembros del consorcio cuál es el banco principal de cada empresa y se espera de él que ayude a la empresa cuando tiene dificultades financieras. La participación repetida en el consorcio y los beneficios que obtiene como banco no principal incentivan al banco principal a hacer lo que se espera de él por el resto de bancos del consorcio, a pesar de que ello le suponga un coste elevado a corto plazo.

Por último, puesto que la empresa con dificultades financieras dentro del grupo se halla vinculada a sus clientes y proveedores de múltiples formas, la falta de confianza será necesariamente menos severa. Además, los clientes y proveedores pueden ser accionistas importantes de la empresa y compartir con ella el mismo banco principal.

Existe un amplio anecdotario sobre rescates de empresas con dificultades financieras por un banco principal, siendo la operación de rescate de Mazda organizada por el Sumitomo Bank una de las más conocidas. Hoshi *et al.* (1990) estudian el tema de forma sistemática y proporcionan evidencia estadística confirmatoria de que la estrecha vinculación de las empresas a un grupo y a un banco principal reduce los costes atribuibles a la insolvencia financiera, y que las empresas en dificultades afiliadas a los grupos consiguen salir de esa situación en mejores condiciones que otras empresas independientes.

Participaciones accionariales cruzadas

Como ya se ha indicado, la estructura accionarial de las empresas japonesas está dominada por accionariado estable y participaciones accionariales cruzadas entre empresas. En Japón, las instituciones y las empresas poseen casi el 70% de todas las acciones en circulación, de las cuales el 25% pertenecen a empresas no financieras y el 44% restante a instituciones financieras. Además, la observación empírica revela que estos inversores tienden a mantener las acciones durante un largo período de tiempo, de manera que se estima que, en Japón, dos tercios de las acciones están en manos de accionistas estables. Sheard (1994) define del siguiente modo al «accionista estable»:

a) acepta abstenerse de ejercitar sus derechos de control (al menos en muchas contingencias); es decir, mantiene las acciones como un interno pasivo y amistoso con el equipo directivo;

b) acepta no vender las acciones a terceras personas, en especial ante OPA hostiles o ante operaciones dirigidas a aumentar participaciones estratégicas en el capital; y

c) acepta consultar a la empresa cuyas acciones se detentan, en la eventualidad de que tenga que venderlas, y le da la oportunidad para que elija al accionista estable que va a reemplazarle.

La estabilidad accionarial reduce la probabilidad de que se produzcan OPA hostiles y, unida a las participaciones accionariales cruzadas, complementa al sistema de banco principal. Previniendo a las OPA hostiles se refuerza el papel de supervisión y tutela que debe realizar el banco principal, mientras que éstos se ven más incentivados a llevarla a cabo porque; de otro modo, con la amenaza de OPA, el cambio accionarial que traería consigo la OPA podría dar lugar a cambios en el banco principal con el que se vincula la empresa.

En segundo lugar, a través de las participaciones accionariales, los grupos de empresas consiguen reforzar los contratos implícitos que gobiernan las relaciones entre las partes que intervienen en el proceso productivo. Estos contratos implícitos, basados sobre todo en la confianza, la reputación y el compromiso, obedecen a la dificultad de realizar contratos explícitos, por sus altos costes. Con ellos se busca conseguir los máximos niveles de protección de las quasi-rentas que van asociadas a las inversiones específicas que realizan quienes participan en los diferentes estadios del proceso productivo (clientes y proveedores).

Un accionariado anónimo y que entra y sale de la condición de accionista con facilidad no puede vincularse a través de contratos implícitos, pues no puede sostener relaciones de confianza y compromiso. A través de la agrupación de empresas se consigue un equilibrio entre las relaciones a largo plazo y la protección de intereses propios que proporciona la propiedad de los activos (integración vertical), y la flexibilidad que se consigue con las transacciones de mercado. La protección de las quasi-rentas estimula la inversión específica y al mismo tiempo otorga suficiente flexibilidad para que el conjunto del proceso se adapte a las circunstancias cambiantes.

La capacidad de compromiso que proporcionan la estabilidad de los accionistas y las participaciones accionariales cruzadas se ha vinculado también con las políticas de recursos humanos seguidas mayoritariamente por las grandes empresas japonesas. A través de estas políticas (movilidad funcional,

relacionales interpersonales entre trabajadores de dentro de la empresa con trabajadores de empresas adyacentes, empleo estable...) se busca promover la inversión en capital humano específico, lo cual a su vez da lugar a importantes quasi-rentas dentro de la organización. Para que los trabajadores tengan incentivos para realizar la inversión específica, las quasi-rentas deben estar protegidas del riesgo de expropiación por los accionistas. Los accionistas tienen la oportunidad de realizar tal expropiación en cuanto que son los beneficiarios de las rentas residuales y tienen los derechos de control. Por lo tanto, cuando las quasi-rentas no se pueden proteger a través de contratos explícitos, los accionistas deben tomar iniciativas para que sus promesas ex-ante de que tal expropiación no ocurrirá sean creíbles. La condición de accionista estable y/o la protección anti OPA de los cruces accionariales bloquea la opción de salida de los accionistas, reduce su liquidez y hace más creíble la promesa de no expropiación ex-post. Los préstamos bancarios, cuando no existe mercado secundario, constituyen otro instrumento financiero ilíquido; además, establecen pagos fijos (intereses y principal) en los que la renegociación queda excluida mientras se está al día con los mismos.

Más allá de señal de compromiso en una relación a largo plazo, las participaciones accionariales cruzadas crean un entramado de derechos recíprocos que contribuye a atenuar las fricciones entre grupos de interesados a través de compartir entre todos los beneficios y costes de cada uno. Los incentivos a romper contratos con clientes y proveedores con el propósito de transferir valor a los accionistas, o de tomar prestado dinero y a continuación exponerse a riesgos excesivos en detrimento de los acreedores, se minimizan cuando los que van a beneficiarse son al mismo tiempo accionistas de la empresa que se va a perjudicar.

El caso de Alemania⁽¹⁰⁾

La inversión relacional en Alemania mantiene, en general, bastantes similitudes con la que se observa en Japón: existe una situación generalizada de participaciones accionariales cruzadas entre las empresas, así como una

(10) Véase Schneider-Leené (1992). Recientemente se han publicado trabajos con una visión distinta de la inversión relacional en Alemania y especialmente de las relaciones entre bancos y empresas; Edwards y Fischer (1994); Edwards y Ogilvie (1996).

estrecha relación entre bancos y empresas a través de la figura del *house bank* y de la presencia de representantes de los bancos en el consejo. Informes publicados señalan, por ejemplo, que a mediados de los años ochenta había 88 participaciones accionariales cruzadas entre las 100 mayores sociedades. Las instituciones financieras ostentan paquetes importantes de acciones de las sociedades alemanas, ocupando el segundo lugar después de las participaciones accionariales de otras empresas. El Deutsche Bank, por ejemplo, posee el 28,1% de las acciones de Daimler-Benz. El conjunto de bancos alemanes posee casi el 9% de las acciones cotizadas en bolsa, en contraste con el 25,2% de acciones que poseen las empresas japonesas.

Adicionalmente, los bancos alemanes actúan como depositarios de las acciones en manos de otras clases de accionistas, lo que a finales de los años ochenta suponía controlar, junto con las acciones directamente poseídas por ellos, el 50% del capital de todas las empresas cotizadas. Este control es consecuencia del derecho de voto que les confieren las acciones en depósito.

Al igual que ocurría con Japón, las acciones en poder de los bancos apenas se compran y venden en el mercado. En muchos casos, el banco en posesión de las acciones será también el *house bank* de la empresa (similar al banco principal en Japón), con el que mantiene una estrecha y prolongada relación. La proximidad entre el Deutsche Bank y Daimler-Benz es paradigmática en este sentido, hasta el punto de que el presidente del consejo de vigilancia de esta última empresa proviene tradicionalmente del Deutsche Bank. Como ya se dijo en el capítulo anterior, estas relaciones financieras y comerciales, reforzadas muchas veces con participaciones accionariales, se trasladan al consejo de administración y, en particular, al consejo de vigilancia, cuya composición en un 50% se elige entre accionistas estables y otros interesados en la suerte a largo plazo de la empresa, como bancos, proveedores y clientes.

Ocurre, no obstante que, a pesar de las similitudes, Japón y Alemania mantienen ciertas diferencias, pues en Alemania los interesados importantes están representados y/o presentes en el consejo (consejo de vigilancia), mientras que el consejo en Japón está dominado por internos; en Alemania los accionistas tienen garantías adicionales sobre la protección de sus intereses.

Por otra parte, las empresas alemanas están más verticalmente integradas y acostumbran a regular sus relaciones mercantiles con contratos explícitos con mayor frecuencia que las empresas japonesas.⁽¹¹⁾

Costes

La exposición anterior pone de manifiesto la lógica económica interna del modelo de inversor relacional en Japón y Alemania, lógica que ha servido en buena parte para explicar el gran éxito de las empresas de estos países en la disputa de los mercados mundiales desde los años de la posguerra hasta fechas recientes. Precisamente porque ese éxito coincide con la pérdida de posiciones competitivas de las empresas americanas, surgen voces como las de M. Porter pidiendo reformas en el modelo de gobierno dominante entre las empresas americanas.

La economía japonesa se encuentra en una crisis profunda, estancamiento del crecimiento, cifras récord de desempleo, quiebras de empresas e instituciones financieras. En cierto modo, la situación fue adelantada por analistas y expertos a principios de los años noventa, cuando se producen los primeros descensos significativos en beneficios, inversión y precios de las acciones entre las empresas japonesas. Estos analistas asocian la crisis de resultados empresariales con deficiencias en el sistema de gobierno de las empresas, poniendo en evidencia sus costes y limitaciones.

Uno de los primeros en abrir el debate sobre el gobierno de las empresas en Japón fue el Instituto de Investigación Nomura que en 1992 hacía el siguiente diagnóstico de la situación de las empresas japonesas.⁽¹²⁾

- Primero, el descenso en los beneficios y en el precio de las acciones excede mucho el que podría esperarse como resultados de una fase bajista en el ciclo económico. Por el contrario, la severidad del descenso es atribuible a un exceso de capacidad estructural, resultado a su vez de los laxos criterios de inversión utilizados por las compañías japonesas.

(11) Kester (1997, p. 238) documenta estas observaciones.

(12) Citado en Chew (1997, p. 245).

- Segundo, la práctica de las participaciones accionariales cruzadas entre las empresas japonesas ha impedido que los accionistas ejerzan su influencia sobre la dirección, con consecuencias negativas para la eficiencia.

- Tercero, además de impedir que los accionistas vigilen de forma efectiva sus políticas de inversión, las empresas empeoran la situación reteniendo excesivos beneficios, en lugar de repartirlos entre los accionistas a través del pago de dividendos y/o la recompra de acciones.

Antes de que Nomura divulgase su diagnóstico sobre los problemas de la empresa japonesa, algunos académicos ya lo habían anticipado. Kester (1991), por ejemplo, se refiere al «coste oculto del éxito japonés» en los siguientes términos: el contundente éxito competitivo de las empresas japonesas, junto con la retención de la mayor parte de los flujos de caja generados, al mismo tiempo que se agotan las oportunidades de inversión rentables en los negocios tradicionales, colocó a dichas empresas, a finales de los años ochenta, en una amplia holgura financiera. Paralelamente, el mercado financiero se desregulaba y con ello se aumentaban las facilidades para que las empresas pudieran acceder a los dos mercados globales de capital. Las empresas se alejan del banco principal y con ello se debilita el mecanismo de intervención selectiva que permite el control sobre los directivos. La holgura financiera y el alejamiento de los bancos hace aflorar una alta discrecionalidad en los equipos directivos, la cual desencadena a su vez presiones de interesados distintos de los inversores financieros para conseguir objetivos particulares. Surgen así manifestaciones de egoísmo que había sido posible contener en períodos de alto crecimiento.

La abundante tesorería permite a la empresa actuar sin someterse al escrutinio de los inversores financieros y atender demandas de otros interesados. En este sentido, la elevada liquidez de las empresas japonesas en los años ochenta se explicaría como un medio para hacer creíble el cumplimiento de contratos implícitos contraídos con interesados, como por ejemplo los trabajadores, a los que se les ha prometido empleo vitalicio y determinados beneficios en su jubilación. Esto explicaría el mantenimiento de niveles de empleo muy por encima de las necesidades reales en sectores maduros de la economía japonesa, así como las operaciones de diversificación no relacio-

nada que acometen las empresas con el fin de prolongar su crecimiento y asegurar el empleo a trabajadores y directivos.

La situación descrita por Kester (1991) no es muy distinta de la que había afectado a las empresas americanas en los años setenta, cuando su superioridad competitiva las colocó en una posición de tesorería excedentaria que desencadenó procesos de diversificación poco meditados, hasta el punto de destruir valor para los accionistas. La respuesta al fracaso en la utilización de la tesorería excedentaria fue, en Estados Unidos, la activación de un mercado de control poco amistoso que deshizo buena parte de los conglomerados a que dió lugar la anterior diversificación. Las operaciones de toma de control concentran la propiedad, reemplazan a los equipos directivos, desinvierten aquello que no crea valor para el accionista y devuelven la tesorería a los accionistas.

Como dice el Informe Nomura, el problema de fondo en el gobierno de la empresa en Japón radica en la falta de un accionista «responsable», así como en el hecho de que las participaciones accionariales estables aislan a los directivos de la disciplina del mercado de acciones y evitan que éstos sometan sus decisiones de acumulación de activos a un sistema efectivo de control. Los directivos deben autodisciplinarse a sí mismos y, en última instancia, terminan respondiendo más a las demandas de otros interesados que a las de los accionistas y otros proveedores de capital, pues éstos, en el entorno descrito de abundantes recursos autogenerados, pierden capacidad de influencia y no tienen cauces de intervención.

La situación, al menos hasta el momento y sin olvidar algunos casos estelares de crisis empresarial relacionada con crisis del sistema de gobierno empresarial, es distinta en Alemania. Las razones pueden ser diversas, pero recuérdese que en Alemania los principales accionistas tienen unos cauces de control e influencia sobre el equipo directivo mucho más efectivos, pues están representados en el consejo de vigilancia. En Japón, en cambio, el consejo está ampliamente dominado por internos. Además, en Alemania, la participación de los bancos en operaciones de rescate de las empresas ha sido tradicionalmente escasa, por lo que la amenaza de quiebra ha sido percibida con mayor intensidad entre los equipos directivos y los trabajadores que en el caso

de las empresas japonesas, sobre las que existe la opinión bastante generalizada de que habría sido efectivo llevar a la quiebra más empresas de las que realmente han quebrado.

Los costes de la relación bancos-empresas en Japón

La desregulación de los mercados financieros en los años ochenta ha marcado un cambio de tendencia en los patrones de financiación de la empresa japonesa y, en particular, un descenso en la dependencia de estas empresas de la financiación bancaria. En este sentido, antes de la desregulación, la proporción de deuda bancaria sobre la deuda total era del 90%, mientras que en 1991 esa proporción se situaba por debajo del 50%; Hoshi (1994). Esta desvinculación hace suponer que junto a los beneficios de una estrecha relación entre bancos y empresas, en términos de menos restricciones financieras y de ayuda en casos de dificultades financieras a las que se aludió antes, la relación da lugar también a costes.

Los bancos que aportan financiación de deuda tenderán a ser más conservadores en sus preferencias por los diferentes proyectos en que se invierten esos fondos, que cuando se trata de accionistas. Ello es así porque en condiciones de responsabilidad limitada, si los resultados de la inversión son negativos, el banco perderá la financiación otorgada, mientras que si son positivos, las mayores ganancias serán para los accionistas. Si el banco tiene influencia sobre el proceso de decisión de la empresa, entonces procurará que ésta reduzca el riesgo de sus inversiones más allá de lo que resulta eficiente teniendo en cuenta lo que se sacrifica en rentabilidad. En segundo lugar, la intervención selectiva que realiza el banco le reportará unos costes directos, al igual que otros servicios de información y asesoramiento, de los que el banco se resarcirá posiblemente cobrando un sobre-coste por la financiación. Si la empresa se halla «dependiente» del banco como consecuencia de las relaciones a largo plazo, el sobre-coste puede incluir la captura de rentas de monopolio.

Existen evidencias empíricas que parecen confirmar estas previsiones. Nakatami (1984) encuentra que las empresas clientes de un banco principal obtienen tasas de rentabilidad más estables en el tiempo, pero, a la vez, la rentabilidad media de las empresas clientes del banco principal es inferior

a la de las empresas independientes; este resultado también es detectado por Caves y Uekusa (1976) y Weinstein y Yafeh (1998). Estos últimos autores indagan sobre los caminos a través de los cuales el banco consigue capturar rentas de las empresas. Según sus resultados, hasta los años ochenta, en que se liberalizan los mercados de capitales en Japón, las empresas clientes de un banco principal tienden a utilizar más capital que las independientes, pero a partir de la liberalización las diferencias desaparecen. Esta evidencia es interpretada por los autores como que el banco principal mejoró el acceso al capital de las empresas bajo su órbita durante los años en que el mercado de capitales estuvo fuertemente intervenido. A cambio, las empresas pagaron a los bancos un tipo de interés superior al que obtenían de la financiación las empresas independientes. Por último, Weinstein y Yafeh (1998) encuentran que las empresas afiliadas al banco principal siguen un patrón de crecimiento distinto al de las empresas independientes, atribuible en principio a la influencia del banco principal para que la empresa renunciara a oportunidades de inversión arriesgadas pero rentables.

Como corolario a su análisis, los autores concluyen que cuando los mercados de capitales están poco desarrollados y la financiación llega a las empresas a través de la intermediación bancaria y de unas relaciones estrechas con determinados bancos, es previsible que se produzca una transferencia de rentas desde el sector real al sector financiero de la economía. Sus conclusiones vienen además corroboradas por los resultados de otros trabajos recientes. Así, por ejemplo, algunas investigaciones muestran que las empresas dependientes de bancos se han visto más afectadas por la crisis financiera de Japón en los años 1990-1993 que las empresas independientes (reduciendo más sus inversiones, por ejemplo). Por otra parte, Edwards y Nibler (1998) encuentran que no existe ningún efecto positivo de la participación de los bancos en el capital de las empresas sobre su rentabilidad.

¿Final del modelo de inversión relacional en Japón?

La severa y prolongada crisis financiera de Japón y otros países de su área de influencia ha sido relacionada por algunos analistas con deficiencias estructurales en el modelo de financiación y gobierno de las empresas japonesas. Por este motivo se vaticina el final del modelo de inversión relacional

que tantos éxitos competitivos parece haber proporcionado a las empresas hasta fechas recientes.

Aoki y Ding (1997) entran a fondo en la reflexión sobre la viabilidad de la financiación relacional cuando se intensifica la competencia en los mercados de productos y en los mercados financieros. De acuerdo con estos autores, el banco principal, manifestación más visible de la financiación relacional en Japón, constituye una institución que históricamente se ha visto reforzada por tres factores complementarios: una determinada regulación de los mercados financieros, una estrecha comunicación entre banco y empresas y una fórmula de delegación mutua de supervisión y vigilancia de las empresas entre los propios bancos.

La combinación de estos tres elementos favorece la aparición de rentas y quasi-rentas en las relaciones entre bancos y empresas, parte de las cuales se las apropian los bancos en contrapartida por los «servicios» que prestan a las empresas, ya expuestos más arriba. El futuro de la inversión relacional, tal como ha funcionado hasta ahora, depende del impacto sobre las rentas de los cambios que se están produciendo en el entorno competitivo y tecnológico de las empresas. Así, por ejemplo, la liberalización de los mercados financieros que se produce en Japón en los años setenta facilitó a muchas empresas de gran tamaño el acceso a los mercados de capitales, evitando la intermediación bancaria y, posiblemente, evitando el control y tutela de la banca sobre sus proyectos de inversión. En el futuro inmediato se prevé una liberalización que permitirá a los ahorradores individuales negociar directamente con instituciones financieras fuera de Japón. La competencia que sobre la intermediación bancaria ejerce una mayor facilidad de acceso a los mercados no intermediarios repercutirá negativamente en las rentas de monopolio que la anterior regulación hizo aparecer.

Los cambios en Japón, según Aoki y Ding, también están afectando directamente a las empresas y a su organización interna. Según estos autores, la regulación vigente anti-holding en Japón, junto con la coordinación horizontal y la administración centralizada de contratos de trabajo homogéneos, han creado elevadas rigideces organizativas a las empresas japonesas, como resultado de las cuales se han quedado rezagadas en el camino hacia una mayor flexibilidad que posibilita el desarrollo de la tecnología modular. Las empresas americanas, en cambio, habrían aprovechado plenamente estas ventajas, así

como las que les permiten un entorno más propicio para las fusiones, alianzas y escisiones entre empresas.

Ante esta situación, Aoki y Ding vaticinan una inmediata legalización de la estructura holding en Japón, resultado de la cual es de esperar que la cabecera del holding asuma funciones de intervención selectiva, cobertura de déficit de tesorería, reestructuraciones..., que hasta ahora eran competencia del banco principal. Por todo ello, las quasi-rentas surgidas de la participación del banco principal en estas funciones también están amenazadas.

Bajo estas premisas, la inversión relacional en Japón se va a concentrar en empresas donde las amenazas anteriores estén más debilitadas, como por ejemplo empresas de tamaño pequeño y mediano y empresas jóvenes en sectores ajenos a la alta tecnología. Por otra parte, la desregulación del sistema financiero hará posible que los bancos participen directamente en operaciones de colocación de acciones y bonos en el mercado, creándose una nueva vía para que se estrechen las relaciones entre bancos y empresas. En resumen, las relaciones entre bancos y empresas en Japón se espera que se aproximen paulatinamente a las que tienen lugar entre bancos y empresas en los países anglosajones.⁽¹³⁾

5.3. El caso español

Nos referiremos a la estructura de propiedad (concentración accionarial y naturaleza del grupo de control), a las relaciones entre bancos y empresas y a las relaciones detectadas entre propiedad y ciertas medidas de *performance* empresarial.

Estructuras de propiedad

La estructura de propiedad se resume en tres variables: el tipo de control al que está sometida la empresa (absoluto, mayoritario, minoritario e interno), la naturaleza del grupo que controla la empresa (familias, otras

(13) Petersen y Rajan (1994, 1995) evalúan la importancia de la financiación relacional entre bancos y empresas en Estados Unidos, así como las consecuencias previsibles para la misma de un aumento de la competencia entre las entidades financieras.

empresas nacionales, otras empresas extranjeras, instituciones financieras, sector público y mercado) y la concentración accionarial (A_p , porcentaje de acciones que directa e indirectamente poseen los p mayores accionistas, para $p = 1, 3$ y 5). Decimos que una empresa se encuentra bajo *control absoluto* cuando el accionista más importante controla el 80% o más de las acciones de la misma; *control mayoritario* significa que el accionista más importante controla entre 50% y 80% de las acciones de la empresa; la empresa se encuentra bajo *control minoritario* si el accionista más importante posee menos del 50% de las acciones, pero el resto de acciones está suficientemente repartido como para poder ejercer un control efectivo; finalmente, la empresa se encuentra bajo *control interno* o del equipo directivo cuando la estructura accionarial está muy dispersa y no existe ningún accionista significativo.

El cuadro 5.1 muestra la clasificación de las empresas de la muestra por grupos y tipos de control en 1990. El 75% de las empresas se distribuye de forma equitativa entre los grupos de control «familiar», «instituciones financieras» y «otras empresas españolas». Sólo siete empresas, el 2,3%, se consideran controladas por la dirección de la empresa o consejo de administración, puesto que no hay ningún accionista con una participación superior al 5%. Las empresas controladas por el sector público sólo representan el 3,5% de la muestra, mientras que el resto, el 17,4%, son filiales de empresas extranjeras.

Atendiendo a la variable tipo de control, el 58,8% de las empresas se encuentran bajo control absoluto o mayoritario, de las cuales un 14,1% son empresas donde el accionista principal posee el 80% o más de las acciones. La proporción de empresas donde el accionista principal posee al menos el 50% de las acciones muestra algunas diferencias entre los grupos de control, oscilando ésta entre el 57,7% de las empresas controladas por instituciones financieras y el 85,7% de las empresas bajo control del sector público (en 1990, el proceso de privatización todavía no había comenzado). La proporción de empresas bajo control mayoritario siempre es mayor que la proporción de empresas bajo control absoluto. El control absoluto es más frecuente entre subsidiarias extranjeras, 22,2% de las empresas, y empresas controladas por instituciones financieras, 19,2%, que entre empresas bajo control familiar, 8,6%.

Cuadro 5.1

PROPIEDAD Y CONTROL DE LAS GRANDES EMPRESAS ESPAÑOLAS. JUNIO 1990

Número de empresas

Tipo de control	Familias	Entidades financieras	O. empresas nacionales	Empresas extranjeras	Sector público	Mercado	Total empresas	% de empresas por tipo de control
Control absoluto	7	15	8	12	2	–	44	14,1
Control mayoritario	43	30	36	23	7	–	139	44,7
Subtotal 1	50	45	44	35	9	–	183	58,8
Control minoritario	31	33	36	19	2	–	121	38,9
Control interno	–	–	–	–	–	7	7	2,3
Subtotal 2	31	33	36	19	2	7	128	41,2
Total	81	78	80	54	11	7	311	100
Total %	26,0	25,1	25,7	17,4	3,5	2,3	100	

Fuente: Galve y Salas (1992).

En cuanto a las cifras de concentración accionarial, de la información disponible se observa que en el 70% de las empresas el accionista principal posee más del 25% de las acciones, mientras que en un 35% de las empresas el primer accionista posee la mayoría de las acciones. Cuando la concentración accionarial se evalúa agregando las participaciones de los tres principales accionistas, entonces en el 90% de las empresas los tres primeros accionistas poseen, conjuntamente, al menos el 25% del capital, mientras que su participación supera el 50% del capital en el 65% de las empresas; Galve y Salas (1992).

Cuando se compara la estructura de propiedad de la empresa española con la dominante en otros países se constata que está muy próxima a la que se observa entre las empresas de Francia y Alemania, es decir, se acerca a la denominada estructura «europea continental», cuadro 5.2. Al mismo tiempo, se aleja de forma clara del modelo «anglosajón», Reino Unido y Estados Unidos, con una estructura accionarial más dispersa, escasa participación accio-

CONCENTRACIÓN DE PROPIEDAD POR CLASES DE CONTROL

Participaciones de los cinco accionistas principales

	España A'5		Estados Unidos A'5	
	Frecuencia empresas	%	Frecuencia empresas	%
Control absoluto ($x \geq 80$)	96	31	2	0,4
Control mayoritario ($50 \leq x < 80$)	157	50	41	8,0
Subtotal I	253	81	43	8,4
Control minoritario ($5 \leq x < 50$)	54	17,5	452	88,5
Control interno ($x < 5\%$)	4	1,5	16	3,1
Subtotal II	58	19	468	91,6
Total	311	100	511	100

Fuente: 1 Galve y Salas (1992).

2 Demsetz y Lehn (1985).

narial cruzada entre empresas, muy baja participación accionarial directa de los bancos y alta presencia de inversores institucionales; Galve y Salas (1992).

En cuanto a la evolución en el tiempo, según el cuadro 5.3, la proporción de acciones en poder de los distintos grupos de control se mantiene prácticamente invariable en 1995 con respecto a 1990, aunque la fracción de empresas controladas por cada grupo ha cambiado significativamente. La presencia relativa de empresas controladas por el grupo familiar se reduce de un 26,3% a un 16,7% en 1995, reducción que también tiene lugar en el grupo de empresas bajo control de bancos y otras instituciones financieras. Los grupos de control de otras empresas, especialmente de capital extranjero, aumentan su importancia relativa. La crisis de mediados de los años noventa supuso, pues, un cambio en la estructura de propiedad de las grandes empresas cotizadas, reforzándose el modelo de control «desde dentro».

La información sobre los cambios en la propiedad de las empresas españolas cotizadas se completa con el cuadro 5.4, que muestra las transacciones entre grupos de control desde 1990 a 1995. Durante estos años, los cambios en el grupo de control son numerosos, lo cual indica que se han transferido paquetes significativos de acciones, en algunos casos a través de OPA (Eguidazu (1996) contabiliza 87 entre 1989 y 1995). El mercado de control es, en España, relativamente activo, si nos atenemos a estas cifras, aunque,

Cuadro 5.3

DISTRIBUCIÓN DE EMPRESAS POR GRUPOS DE CONTROL Y PARTICIPACIÓN MEDIA EN EL CAPITAL DE CADA GRUPO

Grupos de control	1990		1995	
	Porcentaje de participación (media)	Porcentaje de empresas en cada grupo	Porcentaje de participación (media)	Porcentaje de empresas en cada grupo
Familias	54,6	26,3	45,8	16,7
Entidades de crédito	43,8	20,2	42,6	18,4
Otras empresas nacionales	47,0	21,9	59,7	23,7
Empresas extranjeras	51,3	22,8	57,7	28,1
Sector público	56,9	8,8	55,8	12,3

Fuente: Galve y Salas (1997).

Cuadro 5.4

MATRIZ DE TRANSICIÓN DE CAMBIOS EN EL GRUPO DE CONTROL DE LAS EMPRESAS EN EL PERÍODO 1990-1995

	Control interno	Familias	O. empresas españolas	Empresas extranjeras	Entidades de crédito	Sector público	Total (1990)
Control interno	—	—	—	—	—	—	—
Familias	—	36,7	30,0	20,0	13,3	—	100
Otras empresas españolas	—	20,0	44,0	28,0	8,0	—	100
Empresas extranjeras	—	11,5	15,4	57,7	15,4	—	100
Entidades de crédito	4,4	—	13,0	17,4	47,8	17,4	100
Sector público	—	—	—	—	—	100,0	100

Fuente: Galve y Salas (1997).

como también recuerda Eguidazu, el mercado más importante de empresas ha sido privado y ha tenido lugar con la compra de empresas españolas por inversores extranjeros.

Más difícil es hacer valoraciones concretas de la eficiencia de este mercado,⁽¹⁴⁾ pues no sabemos si en las transacciones priman motivos de corrección de ineficiencias en la gestión por los accionistas-directivos actuales,

(14) La controversia sobre la eficiencia del mercado de control ha generado una extensísima literatura. Así, por ejemplo, Jensen (1988) atribuye al mercado de control, compras apalancadas y reestructuraciones el calificativo de «actividades productivas emprendedoras que mejoran el control y gestión de los activos y ayudan a movilizar recursos desde unos usos productivos a otros». Shleifer y Vishny (1988), en cambio, afirman que en muchas operaciones resulta difícil identificar las fuentes de ganancia real de eficiencia y que en la mayoría de los casos hay ganadores y perdedores.

o, por el contrario, se trata de operaciones de tipo estratégico u organizativo (OPA de exclusión, por ejemplo). Eguidazu (1996) argumenta que la prima media del 15% que se paga en promedio es baja, comparado con lo que se paga en los países anglosajones, pero Ocaña y Peña (1997) muestran que antes del anuncio público de la operación existen rendimientos anormales positivos en la evolución del precio de las empresas objeto de la operación de compra que también podrían considerarse parte de la prima. Si se hace así, la prima que reciben los accionistas de la empresa objeto de la OPA es del 41%, similar a la que se paga en países como el Reino Unido y Estados Unidos. Fernández y García (1995) también encuentran evidencias de rendimientos anormales positivos para los accionistas de la empresa adquirida a partir del momento del anuncio de la operación.

Estructura financiera

Otro dato de interés sobre el gobierno de la empresa española es su estructura financiera, pues de ella se extraerá una información valiosa acerca de relación entre las empresas y un colectivo de interesados importante, las entidades de crédito. La información se extrae de la Central de Balances del Banco de España, pues es más completa que la de las empresas cotizadas.

Las evidencias empíricas, cuadro 5.5, ponen de manifiesto que la financiación bancaria ha perdido importancia relativa a lo largo de los últimos años entre las empresas españolas, tanto en lo que se refiere a deuda a corto como a deuda a largo plazo. La financiación ajena no intermediada, obligaciones, se ha mantenido estable desde 1997, en proporción al total de la deuda con coste.

No puede afirmarse, por tanto, que la pérdida de peso de la financiación bancaria se haya suplido por un aumento de la financiación directa a través del mercado de capitales, y ello en un período donde los mercados no intermediados de capitales han tenido un gran auge en España. La pérdida de peso relativo de la financiación ajena de origen bancario se ha suplido con la aportación de «otras deudas» cuyo contenido concreto resulta difícil de descifrar con la información disponible.

Cuadro 5.5

LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA EMPRESA ESPAÑOLA. 1983-1996

En porcentaje

	1983-86	1987-90	1991-94	1995-96
Deuda con coste / Total pasivo	52,2	42,0	44,0	40,0
Deuda bancaria a corto / Deuda a corto con coste	88,0	73,6	57,2	55,0
Obligaciones a corto / Deuda a corto con coste	6,5	15,6	19,0	13,0
Otras deudas a corto / Deuda a corto con coste	5,5	19,8	22,8	32,0
Deuda bancaria a largo / Deuda a largo	64,0	59,6	54,4	52,5
Obligaciones a largo / Deuda a largo	21,0	23,6	23,5	20,2
Otras deudas a largo / Deuda a largo	15,0	16,8	22,1	27,3
Inversiones financieras permanentes de capital / Activo	6,1	10,0	14,6	15,4
Participación en la propiedad de:				
Otras empresas residentes	15,0	18,0	25,0	24,0
Entidades de crédito	6,5	4,5	4,4	4,6

Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España (1997).

Otro dato destacable de la información contenida en el cuadro 5.5 (parte inferior) es que, dentro de los inmovilizados financieros que aparecen de forma creciente en los activos de las empresas, adquieren un lugar destacado las inversiones financieras permanentes de capital que incluyen a las participaciones accionariales en otras empresas. Este dato evoluciona de forma bastante paralela al de la proporción de capital de las empresas colaboradoras de la Central, en poder de otras empresas. La participación accionarial de las mismas empresas en poder de las entidades de crédito se encuentra, en cambio, en un leve declive, si bien parece recuperarse en los últimos años. A partir de estas evidencias se confirma la intensificación de las participaciones accionariales cruzadas entre las empresas españolas, avanzada por las informaciones de los registros de la CNMV. No parece aventurado suponer, pues, que el incremento de «otras deudas» en el pasivo del balance se corresponde con financiación de deuda facilitada de unas empresas a otras dentro de un grupo empresarial más o menos estructurado.

La información de la Central de Balances del Banco de España está coordinada con la que se genera en otros países dentro del proyecto BACH. Ello permite comparar las pautas de financiación de las empresas españolas con las de otras empresas de países vecinos. En este contexto, Cano (1997), pone de manifiesto que las estructuras financieras de las empresas europeas difieren de unos países a otros, especialmente en el colectivo de pequeñas y medianas empresas. Las empresas españolas, y en menor medida también las italianas, presentan un nivel de fondos propios sobre el total del pasivo del balance sensiblemente superior al que se detecta en las empresas de otros países europeos y de modo especial en las empresas alemanas.

El mismo estudio indaga también en las posibles causas de las diferencias observadas en la estructura financiera de las empresas, en particular de aquellas que pueden obedecer a factores de naturaleza estructural o institucional, como son la legislación mercantil y concursal y la fiscalidad sobre beneficios.

En Alemania, la regulación de las transacciones interempresariales se realiza, fundamentalmente, a través del Código Civil, lo cual posibilita una amplia movilidad de los bienes de la empresa cuando se trata de garantizar riesgos de crédito. Además, la legislación concursal prima los derechos del acreedor y agiliza los trámites en caso de impago. Bajo estas premisas, las empresas ceden sus inmovilizados materiales y/o existencias en garantía por la financiación que obtienen de las entidades de crédito, lo cual facilita el acceso al crédito bancario y hace menos necesario el crédito interempresarial.

La situación en España es bien distinta. Aquí, para poder movilizar los bienes del deudor, el acreedor necesita que la operación esté formalizada ante notario o corredor de comercio, e inscrita en el registro de la propiedad (en caso de hipoteca). El procedimiento concursal es lento y costoso, además de conceder un elevado poder de control sobre el mismo al deudor; los acreedores ordinarios (aquéllos cuyas deudas no tienen garantía hipotecaria, por ejemplo) encuentran dificultades para recuperar las deudas concedidas y, ante tal eventualidad, los niveles de garantías que exigen ex-ante son muy elevados.

En cuanto al papel de la fiscalidad en las decisiones de capitalización, hay que tener en cuenta que, en Alemania, el tipo marginal del impuesto sobre

beneficios es muy similar al de la renta de las personas físicas, por lo que no existen incentivos para que los accionistas-propietarios retengan los beneficios en la empresa. España, en cambio, tiene un tipo impositivo sobre beneficios muy inferior al marginal máximo sobre la renta de las personas físicas, por lo que resulta más ventajoso canalizar rentas a través de personas jurídicas, sociedades, que a través de personas físicas. La retención de beneficios se incentiva y, con ella, los mayores niveles de capitalización.

La comparación de los balances de las empresas en la base BACH lleva así a las siguientes conclusiones: a) las grandes empresas manufactureras europeas presentan estructuras financieras similares, lo cual podría interpretarse como evidencia de que se ha avanzado notablemente en el camino de la unificación de los mercados financieros; b) las empresas medianas y pequeñas ven influidas sus decisiones de financiación por factores de tipo institucional propios de cada país, lo cual implica, por ejemplo, que las empresas españolas podrían ver condicionadas sus decisiones de inversión por la disponibilidad de fondos autogenerados por la actividad empresarial (autofinanciación).

El cuadro 5.5 muestra también la evolución reciente del porcentaje de acciones de las empresas que colaboran con la Central de Balances de las que son titulares bancos o cajas. Como se puede comprobar, este porcentaje se recupera ligeramente en los últimos años. La importancia cuantitativa de la participación bancaria en el accionariado de las empresas que colaboran en la Central de Balances ha sido analizada por Zoido (1998). Según sus estimaciones, desde 1987 la proporción de empresas con presencia de bancos o cajas en su accionariado se ha mantenido algo por encima del 4%, cifra que sube hasta el 35% cuando nos limitamos a la submuestra de empresas cotizadas.

Las empresas donde existe participación bancaria son más grandes y se concentran en determinados sectores. Así, por ejemplo, existen accionistas bancarios en el 38% de las empresas del sector de petróleos y en el 20% de las empresas de captación, depuración y distribución de aguas, porcentaje que se eleva hasta el 70% y 85%, respectivamente, en la submuestra de empresas cotizadas. La menor presencia de bancos como accionistas se detecta en los sectores textil y de la confección y agricultura, ganadería y pesca.

Consecuencias de la propiedad de la empresa española

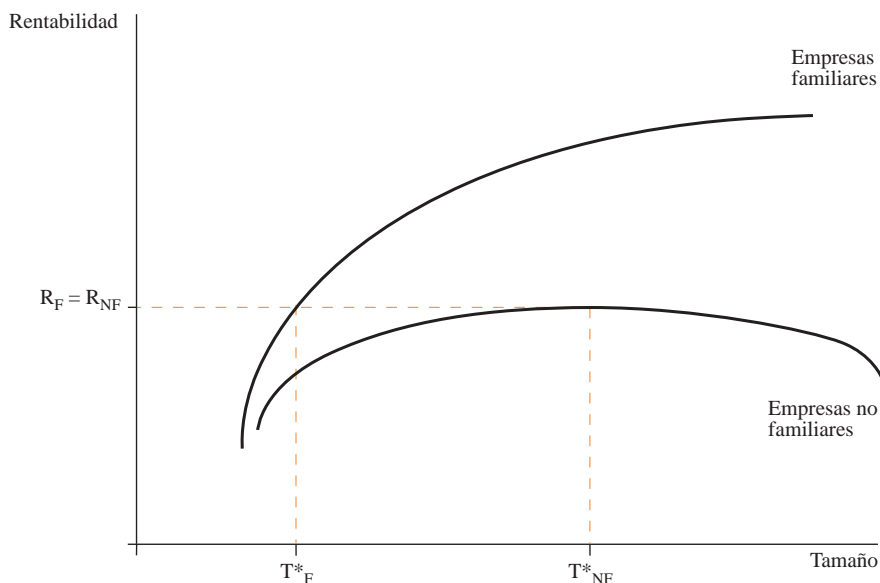
Junto a los estudios interesados en conocer las características de la estructura de propiedad de las empresas españolas, durante los últimos años se han realizado otros con el propósito de conocer las implicaciones de la propiedad en el comportamiento y resultados de las empresas.

Una cuestión concreta que se ha planteado es si existen diferencias o no entre los resultados de las empresas controladas por familias y particulares y los resultados de las empresas no familiares, que dadas las características de la estructura de propiedad de las empresas españolas son prácticamente todas empresas que pertenecen a una estructura holding donde el accionista de control será otra empresa, una entidad financiera o el sector público; Galve y Salas (1993; 1997).

Los primeros análisis de los datos disponibles ponían de manifiesto que la rentabilidad de la inversión de las empresas bajo control familiar era similar a la del resto de las empresas, a pesar de que el tamaño de las primeras era inferior al de las segundas. Esto permitía concluir que la menor dimensión de la empresa familiar no parece tener consecuencias negativas para sus resultados. Sin embargo, un análisis más detallado de las interrelaciones entre propiedad y resultados de las empresas llevó a la relación entre tamaño, propiedad y resultados del gráfico 5.1.

Variaciones en el tamaño de la empresa repercuten en diferencias de la rentabilidad, primero con un efecto positivo y, a partir de un cierto punto, con efectos negativos. La relación entre tamaño y rentabilidad de las empresas familiares se sitúa por encima de la de las no familiares porque, tal como se comprueba en el estudio, aquéllas obtienen una productividad total de los factores superiores a la de las no familiares. Tal como se indica en el gráfico, la empresa no familiar consigue alcanzar el tamaño óptimo, mientras que la empresa familiar se sitúa en un tamaño inferior al que maximizaría su rentabilidad. Por este motivo, aun siendo más productiva, obtiene una rentabilidad sobre su inversión similar a la de la no familiar. El trabajo interpreta esta evidencia en el sentido de que la empresa familiar debe renunciar a un mayor crecimiento para que el deseo de mantener el control dentro del núcleo de la familia no suponga una excesiva exposición al riesgo. El resultado final es

RELACIÓN ENTRE TAMAÑO DE LA EMPRESA, PROPIEDAD Y RESULTADOS



Fuente: Galve y Salas (1997).

que el deseo de preservar el control le lleva a renunciar a oportunidades rentables de crecimiento.

Estos resultados también ponen de manifiesto que la estructura de propiedad de las empresas es un resultado endógeno en el que intervienen beneficios y costes de la concentración frente a la dispersión accionarial, tal como apuntan Demsetz y Lehn (1985). Esta endogeneidad es formalmente contrastada en Galve y Salas (1996) y Crespí (1998), de nuevo entre el colectivo de empresas que cotizan en la bolsa española.

Si la empresa familiar desea preservar el control sin excesiva exposición al riesgo del patrimonio de los accionistas propietarios, una solución es que se procure reducir el riesgo a través de realizar inversiones en actividades empresariales que aseguren una eficiente diversificación. En otros términos,

frente a la opción de diversificar la cartera del inversor, lo cual lleva a que no se puedan mantener posiciones de control, pues se toman pequeñas participaciones accionariales en cada empresa, se elige la opción de que sea la propia empresa la que diversifique, manteniéndose al mismo tiempo una participación accionarial elevada. Existen evidencias empíricas de que las empresas familiares que cotizan en bolsa tienen una diversificación mayor y menos relacionada (diversificación en conglomerado) que las no familiares, Cuervo-Gazurra (1997), lo cual sería consistente sobre la forma que tienen estas empresas de gestionar el riesgo.

La presencia de bancos en la propiedad

Uno de los inversores relacionales que ha sido sometido a un mayor escrutinio, como ya se comprobó antes al referirnos a las relaciones entre bancos y empresas en Japón, han sido las entidades financieras. En España, la participación accionarial de los bancos en el capital de las empresas ha sido y es habitual, hecho que se ha extendido también a las cajas de ahorros, especialmente en los últimos años. No es posible conocer con detalle en qué casos las entidades financieras toman participaciones accionariales de una empresa para actuar como inversores relacionales y cuándo la participación accionarial es simplemente una operación de cartera. Por ello el análisis de la influencia de las entidades financieras en el comportamiento y resultados de las empresas españolas se realiza únicamente comprobando si existen diferencias o no entre las empresas con y sin esa participación. Los estudios realizados utilizan la base de datos de las empresas que cotizan en bolsa y la base de datos de las empresas que colaboran con la Central de Balances del Banco de España.

Giner y Salas (1997), con empresas que cotizan y para el período 1965-1989, encuentran que las empresas con una participación accionarial bancaria por encima del 10% muestran una sensibilidad de su inversión a los flujos generados internamente (*cash-flow*) inferior a la de las empresas sin participación accionarial bancaria, controlado por el nivel de rentabilidad. Este resultado se interpreta como que la presencia de bancos entre los accionistas contribuye a resolver problemas de asimetría de información entre inversores

financieros y el equipo directivo de la empresa, y en última instancia la empresa está sujeta a unas restricciones financieras más laxas. García-Marco (1996) llega al mismo resultado con una muestra de empresas similar, pero para el período más reciente. Por otra parte, Estrada *et al.* (1997), con datos extraídos de las empresas que colaboran con la Central de Balances del Banco de España, encuentran que la presencia de entidades financieras en el capital reduce las restricciones financieras facilitando la inversión cuando se trata de empresas de tamaño pequeño y mediano.

Todas estas conclusiones apuntan a que los bancos han contribuido, con su presencia accionarial en las empresas, a facilitar el acceso a los fondos financieros necesarios para acometer inversiones. Sobre si esa contribución ha variado en el tiempo según evoluciona el desarrollo de los mercados de capitales, los resultados son todavía contradictorios, pues los resultados de Estrada *et al.*, según con cuales la presencia de bancos no afecta a la inversión cuando se trata de empresas grandes, podrían sugerir que la evidencia de Giner y Salas, extraída de un período de tiempo anterior y para empresas relativamente grandes, ha dejado de manifestarse años más tarde con mercados financieros más desarrollados. Sin embargo, García Marco detecta resultados similares a los de Giner y Salas con las mismas empresas y en años recientes.

La segunda cuestión de interés es el posible coste de la presencia accionarial de entidades financieras para las empresas participadas. Giner y Salas encuentran que el ratio q de Tobin, cociente entre el valor de mercado de la empresa y el valor de reposición de sus activos, es significativamente menor, en promedio, en las empresas con participación accionarial bancaria que en las empresas sin participación. Su interpretación de este resultado es que las entidades financieras no pueden evitar una cierta «sobreinversión» de las empresas en que participan como accionistas; es decir, la función de control sobre el capital no la realizan con plena eficacia. Existe también la posibilidad de que las entidades financieras cobren unos tipos de interés más elevados por la financiación de deuda que proporcionan a las empresas, en contrapartida por los «servicios» que les proporcionan, como se ha detectado entre las empresas japonesas. Cuervo-Cazurra (1997) encuentra resultados que apuntan en esta dirección.

Sin embargo, Zoido (1998) llega a unas conclusiones distintas utilizando información de las empresas que colaboran con la Central de Balances del Banco de España. De acuerdo con los análisis realizados, el ratio de valor de mercado sobre valor en libros de la empresa aumenta con la participación accionarial bancaria (entre las empresas que cotizan), mientras que para el conjunto de la muestra la participación banacaria no influye en la rentabilidad pero sí en el coste medio de la deuda que decrece con la misma. El trabajo encuentra también que los bancos contribuyen con su presencia accionarial a «endurecer» la restricción de tesorería bajo la que se desenvuelve la dirección de la empresa, estimulando así a los gestores a mejorar su eficacia.

Como puede comprobarse, las conclusiones de Zoido van en la dirección opuesta a las obtenidas por Giner y Salas y Cuervo-Cazurra, en el sentido de que no detecta conflictos entre los intereses de los bancos y del resto de inversores financieros de la empresa. También son opuestos a los de Weinstein y Yafeh (1998) para el caso de las relaciones entre bancos y empresas en Japón. Por todo ello, la conclusión final debe dejarse pendiente de los resultados de trabajos posteriores que profundicen en el tema. Estos trabajos deberán ocuparse también de explicar por qué en los últimos años retrocede la deuda bancaria en la financiación de las empresas españolas, no tanto en beneficio de la deuda no intermediada sino de la deuda entre empresas previsiblemente del mismo grupo.

Conclusión

Este capítulo analiza la inversión relacional como modelo de gobierno. Por inversión relacional se entiende la presencia en la empresa de inversores financieros estables, que participan activamente en la supervisión y el control, que están dispuestos a aportar fondos adicionales si determinadas circunstancias lo justifican, todo ello a cambio de conseguir determinadas rentas. Este mecanismo de gobierno está presente en el modelo anglosajón y el modelo centroeuropeo-japonés, aunque con manifestaciones distintas.

Una conclusión importante de este capítulo es constatar que el mecanismo del inversor relacional tiene sus beneficios y sus costes. Esto significa reconocer que la estructura de propiedad (concentración de accionista y acree-

dores, naturaleza del inversor relacional) es endógena en cuanto que resulta de ponderar esos beneficios y costes en situaciones concretas. A lo largo del texto se han analizado estos beneficios y costes y se han aportado evidencias sobre su cuantificación.

Especial atención han recibido las instituciones de *venture capital*, LBO e inversores institucionales en Estados Unidos y relaciones entre bancos y empresas en Japón y Alemania. La evidencia aportada sugiere que existen dificultades para transferir de un modelo a otro mecanismos y prácticas propios de cada uno de ellos. Así, por ejemplo, las *venture capital* se complementan muy bien con el alto desarrollo y liquidez del mercado de capitales americano, por lo que tienen dificultades para extenderse en Europa, por ejemplo, donde los mercados de capitales están mucho menos desarrollados. Por otra parte, los inversores institucionales difícilmente pueden ser inversores relacionales en Estados Unidos, porque ello les supondría incurrir en unos costes muy elevados.

La reflexión sobre beneficios y costes de la intervención selectiva de los bancos y las participaciones accionariales cruzadas en Japón ha dado pie para resumir algunas de las previsiones sobre el futuro del modelo de gobierno empresarial en ese país. Todo apunta a que el modelo puede sufrir alteraciones importantes debido tanto a cambios en el entorno financiero (liberalización de mercados de capitales) como a cambios en la organización de la actividad productiva (creciente flexibilidad en los procesos). Se constata también que la tesorería libre en cantidades elevadas ha sido aprovechada por los equipos directivos para reducir su dependencia de los bancos, aislarse de su control y acometer proyectos que han reducido valor para los accionistas, al igual que una década antes había ocurrido con las grandes empresas americanas. El modelo de gobierno dominante en Japón tampoco parece haber funcionado en el momento que era más necesario, una situación de poca competencia en mercados de productos (las empresas japonesas tienen situaciones de dominio en algunos de ellos) y de aislamiento del mercado financiero externo.

Por último, el capítulo se ha referido al caso español, constatándose la elevada concentración accionarial de sus grandes empresas y la aparente tendencia hacia un modelo de control desde dentro con mayor peso de las parti-

cipaciones accionariales en poder de otras empresas, al mismo tiempo que se reduce el número de sociedades independientes. Ello ocurre junto con un retroceso de la financiación bancaria dentro del conjunto de la financiación ajena con coste de las empresas, y el estancamiento de la financiación con deuda emitida directamente al mercado. Dentro del caso español se aportan evidencias obtenidas de estudios que relacionan propiedad con resultados económicos (en particular empresas familiares *versus* no familiares) así como evidencias de las consecuencias para la inversión y los resultados económicos de la presencia de bancos entre los accionistas de las empresas. La conclusión final es que los beneficios y costes de la inversión relacional también se ponen de manifiesto para el caso español, aunque existen evidencias contradictorias acerca del posible conflicto de intereses entre accionistas y bancos.

Conclusiones

Por gobierno de la empresa se entiende, en general, el conjunto de instituciones y mecanismos a través de los cuales se busca proteger los intereses de los inversores financieros, principalmente de los accionistas de las sociedades mercantiles. La protección no pretende eliminar los riesgos normales del negocio sino evitar que quienes controlan el destino final de los fondos invertidos, los equipos directivos de las empresas, se aprovechen, en beneficio propio y en detrimento de los accionistas, de la discrecionalidad con la que administran dichos fondos. La especial atención que merece la protección de los accionistas está justificada siempre que otros agentes que también aportan recursos a la empresa y se ven afectados por las decisiones que se toman en ella, trabajadores, acreedores, clientes e incluso la sociedad en general, reciban la correspondiente protección de sus intereses por otros medios, por ejemplo los contratos formales (cuyo cumplimiento garantizan las leyes) y la posibilidad de abandonar la relación libremente y sin costes de salida apreciables. Cuando esto no ocurre el gobierno de la empresa debe tomar en consideración la protección de *todos* los grupos con intereses en la organización. El libro distingue entre «perspectiva financiera» y «perspectiva estratégica» del gobierno de la empresa para diferenciar entre una visión reducida (orientada a los accionistas) y una visión amplia (orientada a todos los interesados) de dicho gobierno.

Las decisiones de gobierno surgen desde el mismo momento en el que la empresa se crea (por ejemplo al redactar los estatutos de la sociedad mer-

cantil) y continúan a lo largo de todo su desarrollo (con puntos de inflexión importantes, como por ejemplo la salida a bolsa). Las decisiones de gobierno afectan a la eficiencia de la empresa al menos por los cauces siguientes:

i) La protección de los inversores permitirá financiarse a un menor coste del capital.

ii) La protección de los inversores hace factible que la dirección de las empresas se encargue a profesionales cualificados que no necesariamente tienen patrimonios importantes para aportar el capital.

iii) A través de los mecanismos de gobierno la empresa influye en inducir confianza entre quienes se relacionan con ella, facilitándose los contratos implícitos y redundando en menores costes de transacción.

iv) Se crearán condiciones para que la propiedad de la empresa se transfiera sin dificultades importantes a quienes están en mejores condiciones de aprovechar los activos que posee y, por tanto, consiguiendo el máximo valor económico para los mismos.

La búsqueda del beneficio por parte de los accionistas propietarios de las empresas orientará en una determinada dirección las decisiones sobre qué forma de gobierno corporativo elegir. Sin embargo, para valorar desde la eficiencia económica las decisiones de las empresas es preciso tener en cuenta también los efectos indirectos sobre el conjunto de la sociedad que se desprenden de las mismas. Entre los efectos indirectos encontramos al menos los siguientes:

i) El gobierno de las empresas influye en la eficacia con la que los recursos se movilizan desde las actividades menos productivas a las más productivas. Un gobierno ineficaz en esta transferencia provocará costes sociales por quiebras de empresas consecuencia de la competencia destructiva, que termina por eliminar a las que no son capaces de transformarse y responder a los cambios externos.

ii) La sociedad no es indiferente sobre el destino final de la «tesorería libre» de las empresas, siendo preferible que se destinen a actividades que crean más puestos de trabajo que al consumo superfluo y la creación de

«imperios» por parte de los equipos directivos. El gobierno de las empresas influirá en que se opte por un destino u otro.

iii) La sociedad no es indiferente entre empresas que ganan dinero para sus accionistas a través de bienes y servicios de alto valor añadido gracias a un alto esfuerzo en investigación y desarrollo y a una elevada formación o motivación de los trabajadores, y empresas que producen con menores costes y calidades. En general más calidad del producto y más valor de los recursos significa mayores efectos externos positivos. El gobierno de las empresas influye en la decisión sobre las ventajas competitivas que van a potenciar, sobre el tipo de recursos necesarios para hacerlas efectivas y en definitiva sobre los efectos externos para la sociedad.

iv) El gobierno de las empresas, si es efectivo en el cumplimiento de su misión, transmite confianza entre los inversores de que sus intereses están adecuadamente protegidos. Los mercados financieros (y de otro tipo de recursos) se desarrollan y con ello se impulsa la movilización de recursos hacia destinos socialmente más productivos. El gobierno de una empresa particular está imbricado dentro de un entramado institucional más amplio, de tal manera que si se producen fallos y los inversores de la empresa entienden que se les ha expropiado riqueza impunemente, se transmitirá una sensación generalizada de inseguridad entre todos los inversores, incluidos los ajenos a la empresa en cuestión, que desembocará en desconfianza y retraimiento a participar en los mercados de capitales.

Los importantes efectos externos, con amplio alcance social, de las decisiones de gobierno que toman las empresas individualmente, justifican la atención social que reciben los temas de gobierno empresarial así como la extensa regulación que les afecta. Los investigadores sobre temas de gobierno corporativo otorgan al sistema legal una gran importancia para el desarrollo último de los mercados financieros en los distintos países, y para que finalmente las empresas encuentren los fondos necesarios para financiar sus inversiones en activos tanto tangibles como intangibles. El sistema legal comprende desde los estándares que debe alcanzar la información contable elaborada por las empresas, hasta las leyes concursales que determinan si en situaciones de insolvencia se da prioridad a los intereses de los acreedores

(como ocurre en Alemania por ejemplo) o a los de los accionistas de la empresa (como en Estados Unidos), pasando por las posibilidades reales de los pequeños accionistas para denunciar abusos por aprovechamiento en beneficio propio de los activos de la empresa, por parte de quienes la dirigen. Las mismas investigaciones ponen de manifiesto la diversidad de arquitecturas financieras bajo las que las empresas ajustan sus decisiones de gobierno, incluso entre los países de mayor nivel de desarrollo económico. Para algunos, la diversidad se manifiesta en función de que predomine la financiación a través de bancos o, en cambio, sea más importante el papel del mercado de capitales (desintermediación). Otros, en cambio, hacen hincapié en las diferencias entre estructuras de propiedad de las empresas dominantes en los distintos países, concentradas y con presencia de otras empresas y bancos entre los accionistas significativos, o dispersas y con predominio de inversores particulares (con la interposición de inversiones institucionales).

La estrecha relación entre el sistema legal, el desarrollo de los mercados financieros y las decisiones de gobierno de las empresas, junto con la necesaria influencia de la política en las leyes, dejan en suspenso la respuesta a la pregunta sobre la convergencia entre los modelos de gobierno dominantes en unos países y en otros, a pesar de la mundialización creciente de los flujos de capitales. Tampoco existe un conocimiento preciso y robusto sobre la relación entre política, leyes, mercados financieros y desarrollo económico como para señalar a un modelo como superior a todos los demás. Las necesidades difieren de unas empresas a otras (según la naturaleza de los activos que desean acumular, tangibles o intangibles) y entre países según su nivel de desarrollo económico. Las normas y regulaciones, sobre todo las que tengan alcance supranacional, deberán reconocer la falta de referentes normativos claros y, en consecuencia con ello, tratar de ser suficientemente flexibles para facilitar la experimentación con nuevas formas de empresa y modelos de gobierno, evitando tendencias excesivamente armonizadoras.

El libro incluye una recopilación de las investigaciones económicas sobre el gobierno de la empresa en España, con el fin de colocar a nuestro país en la perspectiva de lo que ocurre en otros entornos. Las empresas españolas que cotizan en bolsa muestran una estructura accionarial altamente concentrada, con presencia de familias, otras empresas (nacionales y extranjeras)

y bancos entre sus accionistas de control. El modelo de empresa gerencial, donde equipos directivos con escasa participación en el capital controlan de forma casi absoluta la empresa, no tiene una presencia relevante. Las OPAS hostiles apenas ocurren y la propiedad se transfiere a través de la compraventa de paquetes de control entre accionistas y/o a través de OPAS amistosas.

El «modelo español» es relativamente similar al que domina en los países del centro y del sur de Europa. Por otra parte, el sistema legal español recoge las influencias del derecho francés, el cual recibe una de las puntuaciones más bajas en cuanto al grado en que protege los derechos de los inversores financieros, comparado con otros sistemas como el escandinavo, el germánico o el anglosajón. Siguiendo las proposiciones teóricas de los autores que condicionan el desarrollo de los mercados financieros al grado de protección de los derechos de los inversores por el sistema legal de los respectivos países, la alta concentración accionarial observada en las empresas españolas sería la respuesta a esa baja protección de los derechos de los accionistas que supuestamente otorga nuestro sistema legal. La inseguridad crea desconfianza y los inversores tratan de proteger sus intereses controlando la sociedad a través de paquetes accionariales relativamente importantes. Con contadas excepciones, la liquidez de las acciones de las empresas cotizadas es baja y el mercado bursátil tiene una capacidad limitada para financiar procesos de crecimiento empresarial. La privatización de empresas públicas cambia un poco la situación, si bien estas empresas continúan contando con accionistas significativos, principalmente bancos y otras empresas, y siguen sometidas a una estrecha tutela pública.

Las investigaciones sobre el caso español de gobierno corporativo han aportado conocimientos acerca de la composición y funcionamiento de los consejos de administración, la relación entre propiedad de la empresa (naturaleza del grupo de control) y resultados económicos, las relaciones entre bancos y empresas. Los consejos de administración de las empresas cotizadas tienen alrededor de diez miembros y están dominados por consejeros no ejecutivos. Las empresas de control familiar tienen los consejos más pequeños y los bancos y empresas públicas los más numerosos. No se ha detectado reacción negativa sistemática del mercado a los blindajes de los administradores, pero la probabilidad de que exista una renovación de los miembros del conse-

jo es mayor cuando peores son los resultados económicos de la empresa en el período precedente. La empresa bajo control familiar que cotiza en bolsa es más eficiente que la no familiar en el uso de los recursos pero no obtiene una rentabilidad superior en los capitales invertidos porque no aprovecha todo su potencial de crecimiento (previsiblemente porque al crecer más el grupo familiar de control debería compartir ese control con otros inversores o incluso perderlo). No se han encontrado evidencias de que la presencia de bancos en el accionariado de las empresas perjudique a sus resultados económicos, pero sí parece que unas relaciones estrechas con los bancos reduce las restricciones financieras de las empresas cuando deben acometer inversiones.

Parece recomendable que el debate y las posibles propuestas de cambio alrededor del gobierno corporativo en España tengan en cuenta la realidad de partida. Algunas ideas y observaciones en esta dirección serían las siguientes:

i) Revisar nuestro ordenamiento jurídico en todas las materias que pueden incidir en la protección final que reciben los inversores financieros, tanto accionistas como acreedores. ¿Condiciona tanto como dice la literatura sobre «Derecho y Finanzas» el origen francófono de nuestro sistema legal a la hora de redactar normas que deben proteger a los inversores? ¿Qué podría hacerse para aumentar la puntuación que recibe España en comparaciones internacionales en lo que se refiere a calidad de la información contable y fiabilidad de los auditores? ¿Se pueden producir cambios significativos a raíz de la previsible integración de los mercados financieros europeos después de la Unión Monetaria? ¿Será posible conseguir al mismo tiempo más protección para los inversores financieros, más liquidez en los mercados de capitales y mantener al menos la situación actual en los derechos de los trabajadores?

ii) La elevada concentración accionarial de la mayoría de nuestras empresas cotizadas es otro punto importante a tener en cuenta, pues el control efectivo de las empresas está en manos de accionistas significativos sin que pueda hablarse de separación entre propiedad y control. El conflicto de interés al que se debe prestar más atención es al que puede producirse entre los accionistas de control y los accionistas minoritarios, dando lugar por ejemplo a rentas de control injustificadas. Sin duda existen prácticas para el

funcionamiento del consejo de administración que pueden mejorar su eficacia como órgano de supervisión de la dirección (por ejemplo todas las que tienen que ver con aumentar la transparencia), pero los códigos de buen gobierno, como el de la «Comisión Olivencia», deben redactarse teniendo en cuenta que nuestras empresas tienen una estructura de propiedad muy diferente de la que tienen las empresas del Reino Unido cuando se redactó el informe Cadbury, precursor de los sucesivos códigos de buen gobierno elaborados en los distintos países. Además de la diferente composición de los consejos, pues en el Reino Unido predominaban los consejos dominados por internos, es decir por los equipos de dirección, mientras que en países como España en la mayoría de los consejos predominan los externos.

iii) El estudio económico del gobierno corporativo en España debe ampliar su campo de visión para tener en cuenta otras realidades importantes. Por ejemplo, debe ocuparse de las organizaciones sin ánimo de lucro, de los modelos de excelencia empresarial que proponen una gestión de la empresa orientada a todos los interesados, y de los retos que plantea para la distribución de poder dentro de las empresas la condición de recurso estratégico que están adquiriendo los recursos humanos.

Bibliografía

- ALLEN, F. (1993): «Stock Markets and Resource Allocation», en C. Mayer, X. Vives (eds.), *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge University Press.
- AMIHUD, Y., B. LEV (1981): «Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers», *Bell Journal of Economics*, otoño.
- ANDERSON, R. (1997): «Compensation Committees: It Matters Who Sets Pay?», Washington and Lee University.
- AOKI, M., H. PATRICK, P. SHEARD (1994): *The Japanese Main Bank System*, Oxford University Press.
- AOKI, M., P. SHEARD (1992): «The Role of the Main Bank in the Corporate Governance Structure in Japan», manuscrito, Stanford University.
- AOKI, M. (1994): «The Japanese Firm as a System of Attributes: A Survey and Research Agenda», en M. Aoki y R. Dore (eds.). *The Japanese Firm: The Sources of Competitive Strength*, Oxford University Press.
- AOKI, M., S. DING (1997): «Relational Financing as an Institution and its Viability under Competition», mimeo, Standford.
- BARCA, F. (1996): «On Corporate Governance in Italy: Issues Facts and Agenda», *Fundacion Eni Enrico Matei*, W.P. n° 10.96.
- BARCLAY, M., C. HOLDERNESS (1992): «The Law and Large Block Traders», *The Journal of Law and Economics*, 35.
- BAUMOL, W. (1959): *Business Behaviour: Value and Growth*, McMillan.
- BEBCHUK, L., M. ROE (1998): «A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance», en *Columbia Law School Project in Corporate Governance*, N.Y.

- BERGLÖF, E. (1997): «Reforming Corporate Governance: Redirecting the European Agenda», *Economic Policy*, abril.
- BLACK, B., R. GILSON (1998): «Venture Capital and the Structure of Capital Markets», en *Corporate Governance Today*, The Sloan Project on Corporate Governance at Columbia Law School.
- BLACK, E., M. SCHOLES (1973): «The Pricing of Options and Corporate Liabilities», *Journal of Political Economy*, 81.
- BLAIR, M., L. STOUT (1998): «A Team Production Theory of Corporate Law», en *Corporate Governance Today*, The Sloan Project on Corporate Governance at Columbia Law School, N.Y.
- BLAIR, M. (1996): *Ownership and Control*. Brookings Institution. Washington.
- BOYCKO, M., A. SHLEIFER, R. VISHNY (1993): «Privatizing Russia», *Brookings Papers on Economic Activity*.
- BRICKLEY, J., J. COLES, R. TERRY (1994): «Outside Directors and the Adoption of Poison Pills», *Journal of Financial Economics*, 35.
- BRICKLEY, J., S. BHAGAT, R. LEASE (1985): «The Impact of Long-Range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth», *Journal of Accounting and Economics*, 7.
- BYRD, J., HICKMAN, K. (1992): «Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from the Tender Offers Bids». *Journal of Financial Economics*, 32.
- CARLIN, E., C. MAYER (1998): «Finance, Investment & Growth», Trabajo presentado en el *II Seminario del Banco Catalán de Finanzas*, Sitges, octubre.
- CAVES, R., M. UEKUSA (1976): *Industrial Organization in Japan*, The Brookings Institution.
- CHAN, S., J. MARTIN, J. KENSINGER (1990): «Corporate R&D Expenditures and Share Value», *Journal of Financial Economics*, 26.
- CHEW, D. (1997): *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*, Oxford University Press.
- Círculo de Empresarios (1995): «Reflexiones sobre la Reforma de los Consejos de Administración». Documentos Círculo.
- CNMV, Código del Buen Gobierno (1998): *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas* (Informe Olivencia).
- COASE, R. (1937): «The Nature of the Firm», *Economica*, 4.
- Competitiveness Advisory Group (1998): *Capital Markets for Competitiveness*, Comisiones Europeas.

- CORBETT, J., T. JENSKINSON (1996): «The Financing of Industry, 1970-1989: An International Comparison», *Journal of the Japanese and the International Economies*, 10.
- COSH, A., A. HUGHES (1997): «Executive Remuneration, Executive Dismissal and Institutional Shareholding». *International Journal of Industrial Economics*, 15.
- CRESPÍ, R. (1996): «Protección de los Administradores ante el Mercado de Capitales: Evidencia Empírica en España», mimeo, Universidad Autónoma de Barcelona.
- CRESPÍ, R., M. A. GARCÍA CESTONA (1998): «Ownership and Control: A Spanish Survey», mimeo, Universidad Autónoma de Barcelona.
- CRESPÍ, R. (1998): «Determinantes de la Estructura Accionarial: Una Aproximación al Caso Español con Datos de Panel», *Moneda y Crédito*, 206.
- CUERVO GARCÍA, A. (1998): «El Debate sobre el Gobierno de las Empresas», *Expansión*, 29-31 de octubre.
- CUERVO-CAZURRA, A. (1997): *Estructura de Propiedad y Comportamiento de la Empresa: Objetivos Alternativos de los Accionistas en España*. Tesis Doctoral, Universidad de Salamanca.
- DALTON, D. R., C. DAILY, A. ELLSTRAND, J. JOHNSON (1998): «Meta-analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure and Financial Performance», *Strategic Management Journal*, Vol. 19.
- DE ANGELO, H., E. RICE (1983): «Antitakeover Amendments and Stockholder Wealth», *Journal of Financial Economics*, 11.
- DE ANGELO, H., L. DE ANGELO (1985): «Managerial Ownership of Voting Rights», *Journal of Financial Economics*, 14.
- DEMSETZ, H., K. LHEN (1985): «The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences», *Journal of Political Economy*, 93.
- DOW, G., L. PUTTERMAN (1997): «Why Capital Hires Labor: A Review and Assessment of Some Proposed Explanations», *Journal of Economic Literature*.
- EASTERBROOK, E., D. FISCHER (1989): «The Corporate Contract». *Columbia Law Review*, 89.
- EDWARDS, J., K. FISHER (1994): *Banks, Finance and Investment in Germany*, Cambridge University Press.
- EDWARDS, J., M. NIBLER (1998): «Corporate Governance in Germany: The Effect of Banks and Large Equity-Holders», mimeo, Cambridge University.
- EGUIDAZU, S. (1996): «Gobierno de la Empresa», *La Empresa-ICADE*, nº 39.
- EISENBERG, M. (1976): *The Structure of the Corporation*. Little, Brown & Co. Boston.
- ESADE (1996): *La Competitivitat de l'Empresa Industrial a Catalunya*, ESADE (1996).

- ESTRADA, A., F. DE CASTRO, I. HERNANDO, J. VALLÉS (1997): La inversión en España, Banco de España, *Estudios Económicos*, nº 61.
- FANJUL, O. (1998): «Mercado de Capitales y Gobierno de las Empresas», *Moneda y Crédito*, 206.
- FERNÁNDEZ BLANCO, M., C. GARCÍA MARTÍN (1995): «El Efecto de la Publicación de una OPA sobre la Rentabilidad de las Acciones», *Revista Española de Economía*, 15.
- FERNÁNDEZ, A. I., S. GÓMEZ ANSÓN, C. FERNÁNDEZ MENDEZ (1998): «El Papel Supervisor del Consejo de Administración sobre la Actuación Gerencial: Evidencia para el Caso Español», *Investigaciones Económicas*.
- FRANKS, J., C. MAYER (1997): «Corporate Ownership and Control in the U.K., Germany and France», en D. Chew (ed.), *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*, Oxford University Press.
- (1997): «Ownership, Control and the Performance of German Corporations». Mimeo.
- (1998): «Bank Control, Takeovers and Corporate Governance in Germany», *Journal of Banking & Finance*, octubre (1998).
- FRANKS, J., C. MAYER, L. RENNEBOOG (1998): «Who Disciplines Bad Management?», mimeo.
- GALLO, J. (1998): *La Sucesión en la Empresa Familiar*. Colección Estudios Económicos nº 20. Servicio de Estudios de "la Caixa".
- GALVE, C., V. SALAS (1992): «Estructura de Propiedad de la Empresa Española», *Información Comercial Española*, enero.
- (1993): «Propiedad y Resultados de la Gran Empresa española», *Investigaciones Económicas*, 17.
- (1994): «Análisis de la Estructura Accionarial de la Gran Empresa Española», *Revista de Economía Aplicada*, 4.
- (1995): «Propiedad y Resultados de la Gran Empresa: Una Revisión de la Literatura Teórica y Empírica», *Economía Industrial*, 300.
- (1996): «Ownership and Governance among Large Spanish Corporations». *ZfB*, 3.
- (1996): «Ownership Structure and Firm Performance: Some Empirical Evidence from Spain», *Managerial and Decision Economics*, 17.
- GARCÍA MARCO, T. (1996): *Ensayos sobre la Influencia de la Estructura Financiera en la Inversión de la Empresa*, Tesis Doctoral, Universidad Carlos III, Madrid.
- GAREN, J. (1994): «Executive Compensation and Principal-Agent Theory», *Journal of Political Economy*, 102.
- GILSON, R., KRAAKMAN (1991): «Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors». *Stanford Law Review*, 43.

- GINER, E., V. SALAS (1997): «Sensibilidad de la Inversión a las Variables Financieras: La Hipótesis de Sobreinversión», *Revista Española de Economía*, 12.
- GISPERT, C. (1998): «Board Turnover and Firm Performance in Spanish Companies». *Investigaciones Económicas*.
- GONZÁLEZ, S. Y A. I. FERNÁNDEZ (1995): «Los Acuerdos Antiadquisición en el Mercado de Capitales Español», *II Jornadas de Economía Financiera*, Bilbao, junio.
- GORDON, J. (1998): «Employee Stock Ownership in Economic Transitions: The Case of United Airline», *Journal of Applied Corporate Finance*, invierno.
- GROSSMAN, S., O. HART (1980): «Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation», *Bell Journal of Economics*, 11.
- (1986): «The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration», *Journal of Political Economy*, 94.
- HALL, B. (1990): «The Impact of Corporate Restructuring on Industrial R&D», en M. Bailey y C. Winston (eds.), *Brooking Papers on Economic Activity, Microeconomics*.
- HAMBRICH, J. (1994): «Risk Aversion, Performance Pay and the Principal-Agent Problem», *Journal of Political Economy*, 102.
- HANSMANN, H. (1990): «When Does Worker Ownership Work? ESOPS, Law Firms, Codetermination and Economic Democracy», *Yale Law Journal*, 99.
- (1996): *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press.
- HART, O., B. HOLMSTROM (1987): «The Theory of Contracts», en T. Bewley (ed.), *Advances in Economic Theory, Fifth World Congress*, Cambridge University Press.
- HART, O. (1995): «Corporate Governance: Some Theory and Implications», *The Economic Journal*, Vol. 15.
- (1995): *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford University Press.
- HELLWIG, M. (1991): «Banking Financial Intermediation and Corporate Finance», en A. Giovannini, C. Mayer (eds.), *European Financial Integration*, Cambridge University Press.
- HERMALIN, B., M. WEISBACH (1998): «The Determinants of Board Composition». *Rand Journal of Economics*, 19.
- (1991): «The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance». *Financial Management*, 20.
- HIRSCHMAN, A. (1970): *Exit, Voice and Loyalty: Responses to the Decline in Firms, Organizations and the State*, Harvard University Press.
- HOLMSTROM, B. (1982): «Moral Hazard in Teams», *Bell Journal of Economics*, 13.

- HOLMSTROM, B., P. MILGROM (1987): «Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives», *Econometrica*, 55.
- HOSHI, T., A. KASHYAP, D. SCHARFSTEIN (1990). «The Role of Banks, in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan», *Journal of Financial Economics*, 27.
- (1991): «Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups», *Quarterly Journal of Economics*, 106.
- HOSHI, T. (1994): «The Economic Role of Corporate Grouping and the Main Bank System», en M. Aoki, R. Dore (eds.), *The Japanese Firm: The Sources of Competitive Strength*, Oxford University Press.
- JARRELL, G., A. POULSEN (1988): «Dual-Class Recapitalization as Antitakeover Mechanisms: The Recent Evidence», *Journal of Financial Economics*, 20.
- JENSEN, M. (1986): «Agency Costs of Free Cash-Flow, Corporate Finance and Takeover», *American Economic Review*, 76.
- (1988): «Takeover: Their Causes and Consequences», *Journal of Economic Perspective*, 2.
- (1989): «Active Investors, LBOs and the Privatization of Bankruptcy», *Journal of Applied Corporate Finance*, 27, primavera.
- (1993): «The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems». *The Journal of Finance*, julio.
- JENSEN, M., K. MURPHY (1990): «Performance Pay and Top-Management Incentives», *Journal of Political Economy*, 98.
- JENSEN, M., W. MECKLING (1976): «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, 3.
- JONES, D., T. KATO (1995): «The Productivity Effects of Employee Stock-Ownership Plans and Bonuses: Evidence from Japanese Panel Data». *American Economic Review*, 85.
- KAPLAN, S. (1991): «The Staying Power of Leveraged Buyouts», *Journal of Financial Economics*, 29.
- (1994 a): «Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the USA». *Journal of Political Economy*, 102.
- (1997): «Corporate Governance and Corporate Performance: A Comparison of Germany, Japan and US» en D. Chew (ed.), *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*, Oxford.
- KAPLAN, S., B. MINTON (1994 b): «Appointments of Outsiders to Japanese Boards. Determinants and Implications for Managers». *Journal of Financial Economics*, 36.
- KAPLAN, R., D. NORTON (1996): *The Balanced Scorecard*, Harvard Business School Press.

- KAY, J. (1996): *The Business of Economics is Business*. Oxford University Press, cap. 13.
- KESNER, I., R. JHONSON (1990): «An Investigation of the Relationship between Board Composition and Stockholders Souits». *Strategic Management Journal*, 11.
- KESTER, C. (1991): *Japanese Takeovers: The Global Contest for Corporate Control*, Harvard Business School Press.
- (1992): «Industrial Groups as Systems of Contractual Governance», *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 8, 3.
- (1997): «Governance, Contracting and Investment Horizons: A Look at Japan and Germany», en D. Chew (ed.). *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*. Oxford University Press. N. Y.
- KING, R., R. LEVINE (1993): «Finance, Entrepreneurship and Growth», *Journal of Monetary Economics*, 32.
- LA PORTA, R., F. LÓPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER, R. VISHNY (1997): «Legal Determinants of External Finance», *Journal of Finance*, 52.
- LANG, L., R. STULZ (1994): «Tobin's q, Corporate Diversification and Firm Performance», *Journal of Political Economy*, 102.
- LAZEAR, E. (1995): *Personnel Economics*, The MIT Press.
- LEASE, R., J. MCCONNELL, W. MIKKELSON (1983): «The Market Value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations», *Journal of Business*, 57.
- LEVINE, D., D'ANDREA TYSON (1990): «Participation, Productivity and the Firm's Environment», en A. Blinder (ed.), *Paying for Productivity*, Brookings.
- LEVINE, R., S. ZERVOS (1998): «Stock Markets, Banks and Economic Growth», *American Economic Review*, 88.
- LEVY, H. (1982): «Economic Valuation of Vating Power of Common Stock», *Journal of Finance*, 38.
- MACEY, J. (1998): «Measuring the Effectiveness of Different Corporate Governance Systems: Towards a More Scientific Approach», *Journal of Applied Corporate Finance*, invierno.
- MAIN, G., C. O'REILLY, G. CRYSTAL (1995): «The CEO, the Board of Directors and Executive Compensation: Economic and Psychological Perspectives», *Industrial and Corporate Change*, 11.
- MANNE, H. (1965): «Mergers and the Market for Corporate Control», *Journal of Political Economy*, 73.
- MATO, G., V. SALAS (1992): *Valoración Económica del Beneficio y del Capital*, FEDEA.
- MAYER, C. (1988): «New Issues in Corporate Finance», *European Economic Review*, 32.

- (1996): «Gouvernement d'Entreprise, Concurrence et Performance», *Revue Economique de l'OCDE*, 27.
- MCCONNELL, J., H. SERVAES (1990): «Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value», *Journal of Financial Economics*, 27.
- MEUEL BROEK, L. *et al.* (1990): «Shark Repellents and Managerial Myopia: An Empirical Test», *Journal of Political Economy*, 98.
- MILGROM, P., J. ROBERTS (1992): *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall.
- MILHAUPT, C. (1998): «Property Rights in Firms», en *Corporate Governance Today*, The Sloan Project on Corporate Governance at Columbia Law School, N. Y.
- MILLER, M. (1997): «Is American Corporate Governance Fatally Flawed?» en D. Chew (ed.), *Studies in International Corporate Finance and Governance*, Oxford University Press.
- MORCK, R., A. SHLEIFER, R. VISHNY (1989): «Alternative Mechanisms for Corporate Control». *American Economic Review*, 79.
- (1990): «Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions», *Journal of Finance*, 45.
- (1998): «Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis», *Journal of Financial Economics*, 20.
- MURPHY, K. (1998): «Executive Compensation», en O. Ashenfelter y D. Card (eds.), *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, North Holland.
- MYERS, S., N. MAJLUF (1984): «Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not Have», *Journal of Financial Economics*, 13.
- NAKATANI, I. (1984): «The Role of Financial Corporate Grouping», en M. Aoki (ed.), *Economic Analysis of the Japanese Firm*, North Holland.
- NEWMAN, H., H. MOSES (1997): «Compensation Committee Composition and its Influence on CEO Compensation Practices», Fordham University.
- NICKELL, S., D. NICOLITSAS, N. DRYDEN (1997): «What Makes Firms Perform Well?», *European Economic Review*, 41.
- OCAÑA, C., I. PEÑA (1997): «Preliminary Evidence on Takeover Target Returns in Spain: A Note», *Journal of Business Finance and Accounting*, 24.
- OCDE (1997): *Economics Surveys-Japan 1997*, París.
- (1998): *Corporate Governance*. OCDE, París.
- ORTÍN-ANGEL, P. (1996): «Tamaño de la Empresa y Retribución de los Directivos: Evidencia para el Caso Español (1992-94)», *Investigaciones Económicas (Suplemento)*.

- ORTÍN-ANGEL, P., V. SALAS (1997): «The Compensations of Spanish Executives: A Test of a Managerial Talent Allocation Model», *International Journal of Industrial Organization*, 15.
- ORTÍN-ANGEL, P., V. SALAS-FUMÁS (1998): «Agency Theory and Internal Labor Market Explanations of Bonus Payments: Empirical Evidence from Spain», *Journal of Economics and Management Strategy*, invierno.
- PETERSEN, M., R. RAJAN (1994): «Benefits from Lending Relationships, Evidence from Small Business Data», *Journal of Finance*, 49.
- (1995): «The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships», *Quarterly Journal of Economics*, 110.
- PORTER, M. (1992): «Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry», *Journal of Applied Corporate Finance*, 5.
- PRAHALAD, K. (1997): «Corporate Governance or Corporate Value Added? Rethinking the Primacy of Shareholder Value», en D. Chew (ed.), *Studies in International Corporate Finance and Governance System*, Oxford University Press.
- PROWSE, S. (1994): «Corporate Governance in International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms Among Large Firms in the US, the UK, Japan and Germany». *BIS Economic Papers*, 41.
- RAJAN, R., L. ZINGALES (1998): «Financial Dependence and Growth», *American Economic Review*, 88.
- RESENSTEIN, C., J. WYATT (1990): «Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth», *Journal of Financial Economics*, 26.
- RICART, J. E., J. L. ALVAREZ, M. A. GALLO (1998): «Governance Mechanisms for Effective Leadership: The Case of Spain», *Strategic Management Society Conference*, Florida.
- ROE, M. (1990): «Political and Legal Restraints on Ownership and Control of Public Companies». *Journal of Finance Economics*, 27.
- (1994): *Strong Managers and Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press.
- ROMANO, R. (1996): «Corporate Law and Corporate Governance». *Industrial and Corporate Change*, nº 2.
- ROSELL, J. (1997): «Financial Systems and Corporate Finance: The Case of Spain», mimeo, Universidad de Zaragoza.
- ROSEN, S. (1992): «Contracts and the Market for Executives», en *Contract Economics*, L. Wein, H. Wijkander (eds.), Blackwell.
- SAHLMAN, W. (1990): «The Structure of Governance of Venture Capital Organizations», *Journal of Financial Economics*, 27.

- SALAS, V. (1998): «Internal and External Labor Markets in Spain: A Relational Contract Perspective», en J. Gual (ed.), *Job Creation*, Edward Elgar.
- SAN SEBASTIÁN FLECHOSO, F. (1996): *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas y su Control*. Centro de Documentación Bancaria y Bursátil. Madrid.
- SCNEIDER-LENNÉ, E. (1992): «Corporate Control in Germany». *Oxford Review of Economic Policy*, nº 3.
- SHEARD, P. (1994): «Interlocking Shareholdings and Corporate Governance in Japan», en M. Aoki, R. Dore (eds.), *The Japanese Firm: The Sources of Competitive Strength*, Oxford University Press.
- SHLEIFER, A., R. VISHNY (1997): «A Survey of Corporate Governance», *The Journal of Finance*, junio.
- (1988): «Value Maximization and the Acquisition Process», *Journal of Economic Perspectives*, invierno.
- SHORT, H. (1994): «Ownership, Control, Financial Structure and the Performance of Firms», *Journal of Economic Surveys*, 8.
- SMITH, M. (1996): «Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CALPERS», *Journal of Finance*, 51.
- SNOWER, D. (1998): «The Organizational Revolution and its Implications for Job Creation», en J. Gual (ed.), *Job Creation*, Edward Elgar.
- STEWART, B. (1994): «EVA: Fact and Fantasy», *Journal of Applied Corporate Finance*, 7, nº 2, verano.
- The Conference Board Europe (1995): «Corporate Boards: CEO Selection, Evaluation and Succession». *The CBE*, report nº 1103-95.
- WEINSTEIN, D., Y. YAFEH (1998): «On the Costs of a Bank Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan», *The Journal of Finance*, abril.
- WEISBACH, M. (1988): «Outside Directors and CEO Turnover». *Journal of Financial Economics*, 20.
- WILLIAMSON, O. (1964): *The Economics of Discretionary Behaviour: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Prentice Hall.
- (1984): «Corporate Governance», *Yale Law Journal*, 93.
- (1985): *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press. N.Y.
- (1988): «Corporate Finance and Corporate Governance», *Journal of Finance*, 43.
- WINDOLF, P. (1998): «The Governance Structure of Large French Corporations. A Comparative Perspective», en The Sloan Project on Corporate Governance at C.L.S., *Corporate Governance Today*, Columbia.

- WRUCK, K., M. JENSEN (1997): «Science, Specific Knowledge, and Total Quality Management», *Journal of Applied Corporate Finance*, verano.
- YERMACK, D. (1995): «Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively?» *Journal of Financial Economics*, 39.
- (1997): «Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements», *Journal of Finance*, 52.
- ZINGALES, L. (1994): «The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience», *The Review of Financial Studies*, 7.
- (1995): «What Determines the Value of Corporate Votes?», *Quarterly Journal of Economics*, 110.
- (1998): «Corporate Governance», en *The New Palgrave Dictionary of Economics and Law*.
- ZOIDO, M. E. (1998): «Un Estudio de las Participaciones Accionariales de los Bancos en las Empresas Españolas», Tesina CEMFI, nº 9801.