

# El govern de l'empresa

Vicente Salas Fumás



Casos com el d'Enron, que es dona en un marc institucional en què se suposa l'existència de la màxima protecció per als accionistes, han posat d'actualitat un cop més el debat social sobre el govern corporatiu. La separació entre propietat i gestió de les empreses permet que inversors i directius assumeixin les funcions que s'adapten millor a les seves preferències i habilitats, fet que contribueix a la creació sostinguda de riquesa. Però aquesta especialització comporta un risc: que la persona que controla els recursos financers invertits (el directiu) aprofiti en benefici propi els fons rebuts, en contra, fins i tot, dels interessos del propietari, amb l'agreujant que el risc habitual del negoci és molt difícil de separar del risc de prendre decisions intencionadament contràries a l'interès de l'inversor.

El terme «govern de l'empresa» fa referència al conjunt de mecanismes, interns i externs a l'organització, establerts per protegir els inversors del risc d'abús quan perden el control sobre els recursos financers que inverteixen. A més a més, aquests mecanismes n'augmenten la confiança, ja que generen una rendibilitat satisfactòria i, al mateix temps, fan possible la gestió professional de les empreses. En aquest volum, Vicente Salas, catedràtic de la Universitat de Saragossa i un dels experts més reconeguts en aquest tema, exposa les principals aportacions i enfocaments sobre aquest debat.

**Col·lecció Estudis Econòmics**

---

Núm. 29

## El govern de l'empresa

Vicente Salas Fumás  
Universitat de Saragossa

Edició electrònica disponible a Internet:  
[www.estudis.lacaixa.es](http://www.estudis.lacaixa.es)



**Servei d'Estudis**

---

# CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA

Servei d'Estudis

Av. Diagonal, 629, planta 15, torre I  
08028 BARCELONA  
Tel. 93 404 76 82  
Telefax 93 404 68 92  
[www.estudis.lacaixa.es](http://www.estudis.lacaixa.es)  
Correu-e: [publicacionsestudis@lacaixa.es](mailto:publicacionsestudis@lacaixa.es)

---

La responsabilitat de les opinions emeses en els documents d'aquesta col·lecció correspon exclusivament als seus autors. La CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA no s'identifica necessàriament amb les seves opinions.

© Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona "la Caixa", 2002  
© Vicente Salas Fumás

# ÍNDEX

---

	PAG.
<b>PRESENTACIÓ</b>	5
<hr/>	
<b>INTRODUCCIÓ</b>	9
<hr/>	
<b>I. LA PERSPECTIVA FINANCERA I LA PERSPECTIVA ESTRATÈGICA EN EL GOVERN DE L'EMPRESA</b>	15
Introducció	15
1.1. Govern de l'empresa i protecció dels interessos financers	16
1.2. Govern de l'empresa i protecció de les quasirendes	27
Conclusió	43
<hr/>	
<b>II. PATRONS DE PROPIETAT I GOVERN: UNA PERSPECTIVA COMPARADA</b>	46
Introducció	46
2.1. Propietat i govern: diferències entre països	47
2.2. Conseqüències de les diferències observades	57
2.3. L'origen de les diferències en sistemes financers i de govern	61
2.4. ¿Convergència entre sistemes?	62
Conclusió	69
<hr/>	
<b>III. ELS INTERESSOS DE DIRECTIUS I TREBALLADORS</b>	71
Introducció	71
3.1. Discrecionalitat dels directius i conflicte d'interessos amb els accionistes	73
3.2. La retribució dels directius: evidències i discussió	76

	<u>PAG.</u>
3.3. La integració dels interessos dels treballadors	98
Conclusió	105
<hr/>	
<b>IV. EL CONSELL D'ADMINISTRACIÓ</b>	108
Introducció	108
4.1. El consell en el model anglosaxó	109
4.2. El consell en altres models de govern: Alemanya i el Japó	122
4.3. El consell d'administració a Espanya	128
Conclusió	145
<hr/>	
<b>V. INVERSORS RELACIONALS</b>	148
Introducció	148
5.1. La inversió relacional en el debat nord-americà sobre el govern de l'empresa	149
5.2. Inversió relacional al Japó i a Alemanya	161
5.3. El cas espanyol	174
Conclusió	187
<hr/>	
<b>CONCLUSIONS</b>	189
<hr/>	
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	196
<hr/>	

## Presentació

*La capacitat d'implementar mecanismes que permetin a les persones desenvolupar els seus talents i les seves habilitats en les tasques per a les quals estan més capacitades, s'ha demostrat que és molt important per aconseguir el progrés econòmic de qualsevol país. Un dels àmbits en què l'especialització i la posterior assignació eficient dels recursos han transcorregut i transcorren amb més dificultat és el de la propietat i la direcció de les empreses. És obvi que tenir prou riquesa personal per finançar les inversions que requereix una empresa no implica que es tingui també la capacitat i la voluntat per dirigir l'organització. D'altra banda, els qui tenen habilitats directives rarament disposen de prou riquesa personal per finançar les inversions.*

*Aconseguir que els inversors i els directius emprenedors assumeixin les funcions que s'ajusten millor a les seves preferències i habilitats representa un gran pas per a la creació sostinguda de riquesa. Però l'especialització genera un perill addicional al risc econòmic que acompanya qualsevol activitat empresarial: que la persona que ha de controlar realment els recursos financers invertits aprofiti en benefici propi els fons rebuts, en contra dels interessos del seu veritable propietari. Amb l'agreujant que el risc natural del negoci és molt difícil de separar del risc que es prenguin decisions intencionadament contràries a l'interès de l'inversor.*

*Per mitjà dels termes «govern de les empreses» es fa referència al conjunt de mecanismes interns (poder de vot i influència efectiva dels accionistes, composició i funcionament del consell d'administració, sistema de retribucions i carreres professionals...) i externs (mercats de capitals, de treball i de productes, lleis concursals, regulació pública...) de l'empresa per mitjà dels quals es busca protegir els inversors dels riscos d'abús quan perden el control sobre els recursos financers que inverteixen, augmentant la seva confiança en aconseguir una rendibilitat satisfactòria per a les inversions i fent possible al mateix temps la gestió professional de les empreses i el desenvolupament dels talents emprenedors. Casos com el de l'empresa Enron, que es dona en un marc institucional en què se suposa que hi ha la màxima protecció per als accionistes de les empreses, han col·locat en el punt àlgid del debat social el govern corporatiu, però el problema de fons ha estat present en tota la història del capitalisme modern.*

*El 1998, quan el debat sobre el govern de les empreses era també molt intens (codis de bon govern, etc.), el Servei d'Estudis de "la Caixa" va encarregar al professor Vicente Salas, catedràtic d'economia de l'empresa de la Universitat de Saragossa, un estudi sobre el tema, que després va ser publicat en un document de treball del Centre d'Economia Industrial. Tenint en compte el gran interès que suscita en aquests moments el problema de les relacions entre inversors i directius de les empreses i la vigència dels plantejaments del professor Salas, hem decidit difondre el seu estudi publicant-lo a la Col·lecció d'Estudis Econòmics.*

*En primer lloc, l'obra que el lector té a les mans inclou, entre les preocupacions sobre el govern corporatiu, la protecció de tots els interessats, financers o no, que contribueixen amb les seves inversions a fer més competitiva l'organització empresarial. En segon lloc, compara els diversos models de sistema financer i de govern empresarial vigents als principals països desenvolupats i es pregunta sobre les forces que n'impulsen la convergència. En tercer lloc, revisa les investigacions acadèmiques publicades al nostre país sobre la realitat espanyola i procura destacar els avantatges i les limitacions detectades en el model dominant a casa nostra. Es tracta, en definitiva, de qüestions properes al fons del problema que han d'afrontar les*



*societats desenvolupades a l'hora d'aconseguir que els mercats financers es desenvolupin i duguin a terme la missió de controlar l'ús del capital, però sense ofegar la capacitat d'iniciativa i d'innovació dels emprenedors, dels directius i dels treballadors en general. Consegüentment, confiem que la difusió d'aquest treball enriqueixi el debat i la reflexió sobre un tema amb un interès social tan ampli.*

**Josep M. Carrau**

Director del Servei d'Estudis

Barcelona, setembre de 2002



# Introducció

Tot i la profusió amb què se cita, no hi ha una definició comunament acceptada pels economistes sobre què s'entén per govern de l'empresa. Així, per exemple, Shleifer i Vishny (1997), en un article elogiosament valorat, escriuen: «El govern de les empreses té a veure amb els mitjans a través dels quals els qui proporcionen fons financers s'asseguren una retribució adequada a les seves inversions». Zingales (1998), en canvi, defineix el govern de l'empresa com «el conjunt de condicions que configuren la negociació *a posteriori* sobre les quasirendes generades per l'empresa».

La primera definició s'apropa al significat més habitual de govern de l'empresa, que fa referència als mecanismes per mitjà dels quals s'aconsegueix que les empreses siguin gestionades pels seus equips directius en benefici dels accionistes que aporten el capital necessari. En canvi, la segona definició, més tècnica, en no precisar quin és l'origen de les quasirendes, no exclou la possibilitat que corresponguin a inversions diferents a les estrictament financeres, com, per exemple, les que realitzen els treballadors en el seu capital humà o els proveïdors en el seu capital físic. El govern de l'empresa ens remet ara al domini de tots els interessats (*stakeholders*) que intervenen en l'acció col·lectiva de l'empresa: accionistes, creditors, clients, treballadors i societat en general.

Aquest llibre reflexiona sobre el govern empresarial des d'una perspectiva àmplia, que inclou el conjunt d'instruments i d'institucions que es

creen en una societat per aconseguir assignacions eficients dels recursos presents i futurs. Eficiència significa crear riquesa neta (resultant de descomptar del valor de la producció els costos d'oportunitat dels recursos utilitzats), mentre que amb l'horitzó temporal es vol fer notar la preocupació per l'eficiència estàtica (ús correcte dels recursos existents) i per l'eficiència dinàmica (acumulació creixent de recursos cada vegada més productius).

L'economia confia la garantia de l'ús dels recursos i la seva acumulació en el temps als mercats i, de manera especial, a la competència que s'hi genera. Els mercats fan referència a productes i factors (treball, capital), a béns i serveis i a drets sobre el seu ús (com, per exemple, el dret a decidir sobre l'ús dels béns que resulta de posseir-ne la propietat). Passa, però, que la competència en el grau de perfecció que exigeix la teoria econòmica dels mercats competitius no sempre és factible. Asimetries d'informació entre oferents i demandants, diferències entre costos de producció i costos d'oportunitat en presència d'inversions específiques, límits en la racionalitat que impedeixen anticipar amb precisió el futur, etc., creen condicions que obliguen a desviar-se dels contractes propis dels mercats competitius i a complementar-los amb institucions que promouen contractes de naturalesa diferent. Des de Coase (1937), els economistes han explicat l'empresa com un dels mecanismes que complementa la funció dels mercats, amb els quals es reparteix la funció d'acumulació i assignació de recursos. En aquest sentit, explicar les fronteres entre empreses i mercats forma part també del govern de l'empresa.

Per a la sociologia i la ciència política, en canvi, els mecanismes de salvaguarda en les accions col·lectives distingeixen entre «sortida» i «veu» (Hirschman, 1970). Les garanties i les salvaguardes que proporciona el mercat equivalen a l'opció de sortida, ja que la protecció respectiva dels interessos dels qui participen en els intercanvis prové sobretot de les possibilitats gairebé il·limitades de substituir entre els compradors i entre els venedors. Quan l'opció de sortida està limitada o resulta ineficaç, serà necessari recórrer al segon mecanisme de protecció, la veu. Però, ¿com es concreta l'exercici de la veu entre els múltiples participants en una acció col·lectiva com l'empresa? És evident que el sentit del terme no és literal, sinó que amaga un significat més operatiu, com és el de poder i influència. La protecció d'inte-

ressos s'aconsegueix distribuïnt poder entre els participants, juntament amb les oportunitats que ofereix l'opció de sortida.

L'economia dels mercats competitius no té en compte el poder perquè no el necessita, ja que en aquest cas l'opció de sortida proporciona prou protecció. Quan l'opció de sortida és ineficient com a salvaguarda, però estem en condicions de plasmar en un contracte protegit per la llei totes les possibles contingències i contrapartides que sorgiran mentre es desenvolupi l'acció col·lectiva, el poder es reflectirà en com es distribueix la riquesa, però no en la riquesa que es crea, que ara dependrà només de la tecnologia i dels recursos. L'exercici del poder té la seva importància per a la creació de riquesa (eficiència) quan l'acció col·lectiva transcorre sota un contracte ambigu, que no preveu totes les contingències que sorgiran en el desenvolupament de la transacció (contracte incomplet). En aquest tipus de contracte és necessari disposar d'algun mecanisme que decideixi sobre el que no s'ha previst anticipadament o, més tècnicament, que assigni els drets residuals de decisió. Williamson (1985) anomena aquest mecanisme *governance*, que traduïm per govern, i més tard Hart (1995) relaciona explícitament el govern de l'empresa amb l'assignació de drets residuals de decisió sobre els seus actius diferents del capital humà.

L'economia del govern empresarial té l'origen en els contractes incomplets i en la rellevància del repartiment del poder entre els qui s'hi sotmeten. Cal advertir que poder té un significat molt concret, ja que fa referència exclusivament a l'assignació de drets residuals de decisió. A l'anàlisi hi ha implícits també els supòsits d'informació asimètrica i d'inversions específiques, que retallen l'eficàcia protectora del contracte amb suport legal i de l'opció de sortida, respectivament. Dotar-se de «govern» consisteix a proveir un mecanisme responsable de prendre les decisions individuals i/o col·lectives al qual obligarà el contracte obert, segons les contingències que es vagin presentant. En la tria es tindrà en compte que, amb l'assignació de drets residuals, es reparteix poder i, mitjançant el poder, es protegeixen les quasirendes que, ex ante, estimulen la quantitat i la qualitat dels recursos posats en comú per cada participant.

El principal corrent de la literatura sobre govern de l'empresa ha insistit en els problemes contractuals que planteja la relació entre els accionistes

que intervenen en l'acció col·lectiva per facilitar l'assignació eficient de riscos, i els equips directius, que es responsabilitzen de les decisions sobre la utilització dels recursos disponibles. Som davant del que Berle i Means (1932) documenten com a separació entre propietat i control de la gran empresa nord-americana. L'anomenat paradigma o model d'agència (Jensen i Meckling, 1976) ha inspirat l'estudi econòmic d'aquesta relació, complementada recentment per les aportacions des de la teoria dels drets de propietat. Durant molt de temps, sobretot per la influència que han tingut en la literatura econòmica sobre el tema els treballs d'autors nord-americans, la resolució del conflicte d'interessos entre accionistes i directius s'ha centrat gairebé de manera exclusiva en el caràcter disciplinari del mercat de control, especialment actiu als Estats Units en determinades èpoques històriques (Manne, 1965). Quan l'estudi del govern empresarial surt d'Estats Units i de la seva àrea d'influència institucional, sobretot el Regne Unit, constata que en altres països desenvolupats, Alemanya o el Japó, el mercat de control amb prou feines actua, si més no com ho fa als Estats Units.

La constatació té un doble efecte: amplia la perspectiva sobre l'abast del govern de l'empresa més enllà del mecanisme de sortida propi del mercat de control, i obre un debat als Estats Units sobre la idoneïtat o no del que es considera el seu mecanisme emblemàtic de govern empresarial. Avui en dia el debat continua obert, tot i que les crisis financeres del Japó i dels països asiàtics, juntament amb el relatiu estancament en el creixement d'Alemanya, han «revalorat» el model nord-americà de govern, el qual, però, ha evolucionat en els últims anys per donar més protagonisme a altres instruments de govern, com el consell d'administració, la inversió relacional i els contractes de retribució de directius. Veus autoritzades, com la de Michael Porter (1992), propugnen un apropament del model de govern anglosaxó al dominant a altres latituds, com Alemanya i el Japó, perquè d'aquesta manera les empreses invertiran més en els intangibles necessaris per ser competitives als mercats globals. Jensen (1993), en canvi, considera que el problema principal que ha de resoldre el govern de l'empresa als Estats Units és evitar l'excés d'inversió possibilitat per la tresoreria lliure de les empreses. Finalment, Miller (1997) opina que el model anglosaxó és essencialment correcte i que l'eficiència està assegurada en última instància mentre els mercats siguin prou competitius.

## Contingut del llibre

En el seu significat més estricte de *governance*, dins de l'àmbit dels contractes incomplets, el govern de l'empresa es limitaria als mecanismes de veu o de poder mitjançant els quals els col·lectius d'interessats protegeixen les seves quasirendes, enteses com a rendes d'inversions específiques, ja que sorgeixen de la diferència entre el cost de producció i el cost d'oportunitat dels recursos posats en comú. No obstant això, quan ens volem referir als mecanismes que disciplinen les decisions d'assignació de recursos i les canalitzen cap a l'eficiència, llavors dins del govern incloem també la competència als mercats, fins i tot al mercat de control.

Aquest llibre s'ocupa principalment dels mecanismes de govern en el sentit més estricte del terme i, per tant, exclou referències extenses a la competència als mercats. Amb això no es pretén menystenir la importància d'aquesta competència per aconseguir l'objectiu últim de millorar l'eficiència en l'assignació dels recursos, sinó acotar i reduir l'extensió dels continguts.

El capítol I revisa els mecanismes de govern (inclosa la competència als mercats) i fa una distinció entre els mecanismes que s'associen a la perspectiva financera del govern de l'empresa (relació entre directius i inversors financers) i els que s'associen a la perspectiva estratègica (el govern com a causa i conseqüència de l'avantatge competitiu que persegueix l'empresa). El capítol II contempla el govern de l'empresa des de la comparació de models dominants en l'estructuració de les relacions entre els col·lectius d'interessats que hi concorren, amb especial atenció a les perspectives de convergència entre els diferents models.

El capítol III inicia l'estudi de mecanismes concrets sota l'epígraf de la consideració dels interessos dels directius i dels treballadors de l'empresa. En bona part, el govern de l'empresa ha de saber com dissenyar els contractes entre inversors financers i treballadors, inclosos els directius de l'empresa, de la qual cosa el capítol s'ocupa amb extensió. El capítol IV està dedicat al consell d'administració i al seu paper en el govern de l'empresa, en especial quan no hi ha accionistes significatius. Finalment, el capítol V s'ocupa de la inversió relacional, és a dir, del govern quan hi ha inversors financers que mantenen una relació estable i activa amb l'empresa.

El llibre s'escriu des de l'anàlisi econòmica i amb una orientació més positiva que normativa. És a dir, el nostre propòsit és oferir elements per a una reflexió i debat sobre l'empresa, el seu paper en una organització social de mercat i els factors tecnològics i institucionals que influeixen en la seva estructuració interna, relacions de poder; tot plegat des de l'objectiu últim de millorar les oportunitats de crear riquesa, però sense entrar en judicis valoratius sobre la seva distribució. No s'ofereixen, per tant, receptes concretes sobre com una empresa ha de dissenyar els seus mecanismes de govern, tot i que esperem que el marc conceptual desenvolupat al text l'ajudi en aquesta decisió.

Un objectiu important del text és presentar els resultats de les principals investigacions sobre propietat i govern de l'empresa realitzades a Espanya. Amb aquesta finalitat, els capítols II, III, IV i V fan referència amb més o menys detall al cas espanyol, juntament amb l'explicació de les característiques bàsiques del mecanisme de govern respectiu als Estats Units, Alemanya i el Japó. Mitjançant aquest format d'exposició s'aconsegueix una perspectiva més adequada per valorar quina és la posició relativa del govern de les empreses a Espanya, entre els models que fins ara s'han pres com a referència.

Els materials necessaris per escriure aquest llibre es van començar a seleccionar amb motiu de la preparació del curs sobre govern de l'empresa que vaig fer a la Universitat Internacional Menéndez y Pelayo a l'agost de 1997. Vull, per tant, agrair al rector d'aquesta universitat, el professor José Luis García Delgado, la seva amable invitació a donar el curs. Bona part d'aquests materials són fruit d'investigacions sobre el govern de l'empresa espanyola en què he col·laborat en els últims anys, juntament amb altres persones, en especial Carmen Galve i Enrique Giner, de la Universitat de Saragossa, i Rafael Crespi, Miguel A. García Cestona, Pere Ortín i Carles Gispert, de la Universitat Autònoma de Barcelona. Sense els treballs realitzats amb ells, aquest llibre no s'hauria escrit. Igualment meritòria ha estat la tasca de Pilar López a l'hora de preparar el manuscrit.



# I. La perspectiva financera i la perspectiva estratègica en el govern de l'empresa

## Introducció

Aquest capítol ofereix una panoràmica general sobre el govern de l'empresa, el seu significat i els principals instruments amb els quals busca contribuir a millorar l'eficiència dels recursos posats en comú mitjançant una acció col·lectiva que definim genèricament com a empresa.<sup>(1)</sup>

L'exposició es divideix en dos grans apartats anomenats perspectiva financera i perspectiva estratègica en l'estudi de l'empresa i el seu govern. En el primer cas, el problema de govern i els seus instruments se circumscriuen a la relació entre els inversors que proporcionen fons financers i els directius que, amb les seves decisions, influeixen en l'àmbit de la definició de govern de l'empresa proposada per Shleifer i Vishny.

La perspectiva estratègica amplia les relacions a tots els propietaris de recursos que d'alguna manera realitzen inversions i arriuen les rendes que els corresponen per les inversions. El terme «estratègica» s'utilitza per ressaltar que el disseny dels mecanismes de govern està supeditat a l'avantatge competitiu que l'empresa desitja potenciar per consolidar la seva presència al mercat.

(1) Durant els últims anys, s'ha publicat un gran nombre de treballs econòmics i jurídics sobre el govern de l'empresa, impossibles de ressenyar d'una forma exhaustiva. Esmentarem només els especialment destacats: Blair (1995), Hart (1995), Shleifer i Vishny (1997) i Zingales (1998). Chew (1997) conté una recopilació de treballs molt representativa del debat sobre el govern de l'empresa a principis dels anys noranta. L'exposició posterior es basa en extraccions de tots aquests treballs.

En general, la sostenibilitat dels avantatges competitius que permeten a l'empresa generar rendes d'eficiència no transitòries estarà estretament condicionada per la disposició dels propietaris de recursos (treballadors, clients, accionistes, proveïdors) a realitzar inversions específiques. Per tant, la perspectiva del govern de l'empresa proposada per Zingales, «condicions que configuren la negociació *a posteriori* les quasirendes generades a l'empresa», adquireix la seva màxima rellevància, ja que les quasirendes augmenten amb l'especificitat de les inversions.

### 1.1. Govern de l'empresa i protecció dels interessos financers

El corrent principal de la literatura sobre el govern de l'empresa centra la seva atenció en els mecanismes implantats amb el propòsit de protegir les rendes i el capital dels inversors que participen en l'acció col·lectiva de l'empresa, i d'aquesta manera contribuir a l'assignació eficient de riscos i a superar les restriccions individuals de riquesa.

L'activitat productiva necessita sovint recursos que anomenem d'inversió perquè la seva vida d'ús es prolonga durant diversos períodes de temps. El valor d'aquests recursos i de les rendes que *ex ante* s'han previst serveixen de garantia per a les contrapartides pactades amb la resta de propietaris de recursos, de manera que els propietaris que han aportat els fons necessaris per finançar les inversions diem que assumeixen el risc de l'activitat, ja que les seves contrapartides són, *a priori*, les més incertes. Al propietari o propietaris d'aquests recursos també se'ls atribueix la propietat de l'empresa, que s'estén als actius tangibles i intangibles que la formen, i decideixen sobre l'assignació dels recursos segons les contrapartides pactades amb la resta de propietaris (treballadors, proveïdors, clients, societat en general).

Diverses raons poden justificar l'especialització o separació entre els qui participen en l'acció col·lectiva de l'empresa per resoldre les necessitats de fons financers al mateix temps que s'assignen eficientment els riscos i els qui ho fan per dur a terme la funció supervisora: el nombre d'inversors financers és molt gran i no és eficaç articular un mecanisme de decisió col·lectiva per administrar els recursos i prendre decisions quotidianes; cada partícip té

uns costos d'oportunitat elevats que el desanimen a l'hora d'assumir la funció de supervisió; els partícips financers no tenen qualificacions ni habilitats per exercir la funció de supervisió i direcció, la qual és recomanable assignar-la a una persona que sí que les tingui; qui té les habilitats-qualificacions, no disposa de patrimoni personal suficient per finançar la inversió i diversificar els riscos.

Quan això passa, sorgeix un nou problema contractual entre els partícips financers i els partícips que decideixen sobre la utilització dels fons monetaris, dins del problema més ampli d'utilització eficient de tots els recursos disponibles. Aquest problema ha estat tipificat a la literatura com a problema d'agència (vegeu requadre 1.1). Més recentment, Hart (1996) apunta les limitacions del paradigma d'agència i ofereix una perspectiva més àmplia. En aquest sentit, reconeixent el caràcter incomplet del contracte entre financers i directius, Hart afirma que «l'estructura de govern assigna els drets residuals de decisió sobre els actius de l'empresa diferents del capital humà, és a dir, el dret a decidir sobre aquests actius quan no s'han especificat els seus usos concrets al contracte inicial». Els criteris sota els quals s'ha de fer aquesta assignació de drets i, en general, el disseny del sistema de govern inclouen «assegurar una retribució adequada als fons financers rebuts» (Shleifer i Vishny, 1997) o bé «fer convergir els interessos dels directius amb els dels accionistes i assegurar que, en última instància, les empreses es gestionen en benefici dels accionistes» (Mayer, 1996).

L'origen del govern de l'empresa en l'especialització entre els qui financen i els qui la dirigeixen no solament s'estableix a la literatura econòmica, sinó també en l'àmbit del dret. Així, Romano (1996) escriu que «la responsabilitat fonamental del dret de societats és proporcionar un marc d'institucions de govern que atenuï els problemes d'agència que sorgeixen de la separació entre propietat i control a l'empresa moderna. Hi ha diverses institucions que tracten de resoldre aquests problemes, totes regulades jurídicament: drets dels accionistes en la tria dels membres del consell d'administració (responsable d'escollir l'equip directiu i de decidir-ne la retribució); responsabilitats dels administradors enfront dels accionistes; exigències d'informació externa i restriccions a l'ús d'informació privilegiada; mercat de control corporatiu». Cal assenyalar, però, que Romano escriu sobre govern

### **Requadre 1.1. El problema d'agència**

(Jensen i Meckling, 1976)

*Suposem que un empresari, propietari del 100% del capital de la seva empresa, desitja col·locar una proporció  $\alpha$  d'aquest capital al mercat i retenir l' $(1 - \alpha)$ % restant i la gestió de la companyia. Aquest empresari pot destinar els beneficis de l'empresa a dividends o bé destinar-los a consum en el treball en forma de beneficis no pecuniaris. Cada unitat monetària de consum en el treball és una unitat monetària que es treu dels dividends i per tant del consum fora del treball.*

*Anomenem  $V$  el valor present dels beneficis de l'empresa quan el consum en el treball es  $0$  i  $F$  el valor present del consum en el treball, de manera que  $V - F$  és la riquesa  $R$  de l'empresari. Si les preferències per consum dins i fora de l'empresa determinen la funció d'utilitat  $U(R, F)$ , el repartiment de  $V$  entre consum dins i fora de l'empresa, mentre l'empresari té el 100% del capital, es determina pel punt  $A$  del gràfic 1.1.*

*Però, ¿quin serà el repartiment després de col·locar  $\alpha$ % del capital al mercat? La resposta depèn del que passarà al consum a l'empresa després del repartiment accionarial. Quan l'empresari té  $(1 - \alpha)$ % del capital, el cost marginal de consumir a l'empresa és només  $(1 - \alpha)$ ; la resta  $\alpha$  la sostreu als inversors externs. Per tant, el consum ara serà més gran perquè és més barat i això repercutirà en un menor valor de l'empresa. Si els inversors externs no han anticipat aquest canvi en el consum en subscriure les accions, pagaran  $\alpha (V - F^{**})$  per quelcom que només val  $\alpha (V - F^*)$ , essent  $F^*$  el consum quan l'empresari té  $(1 - \alpha)$ % del capital. En canvi, si els inversors externs anticipen que  $F$  augmenta, només pagaran  $\alpha (V - F^*)$  per les accions, i es produeix una pèrdua en la riquesa de l'empresari, punt  $B$  del gràfic 1.1.*

*La teoria clàssica de l'agència representa que els inversors són racionals i que la pèrdua de riquesa es repercuteix sempre en l'empre-*



de l'empresa i dret de societats des de la perspectiva del model d'empresa i del sistema legal societari anglosaxó, el qual considera l'empresa com una entitat legal i centra la seva atenció en la relació entre l'empresa i els inversors financers.<sup>(2)</sup>

El conflicte d'interessos entre els inversors financers i l'equip directiu i la impossibilitat de redactar contractes complets per resoldre'l requereixen disposar de mecanismes per controlar la discrecionalitat de l'equip directiu, atès el seu paper central en les decisions d'assignació i ús dels recursos financers rebuts i generats internament. Tot seguit, revisem breument els principals mecanismes de control proposats per a aquesta finalitat: el consell d'administració, la junta d'accionistes, els accionistes significatius, el mercat de control, l'estructura financera i la competència als mercats.

### Consell d'administració

Els accionistes escullen un conjunt de persones perquè, en el seu nom, supervisin l'equip directiu i ratifiquin les seves decisions més importants. Sorgeix així la figura del consell d'administració com a òrgan intermedi entre accionistes i directius, el qual, en algunes situacions extremes, pot arribar fins i tot a substituir en les seves funcions l'equip directiu.

La tasca del consell és molt important, però, a la pràctica, s'enfronta a serioses dificultats. Els seus membres es divideixen en dos grans grups: el dels directius o interns (amb una ocupació permanent a l'empresa) i el dels consellers no executius o externs. En principi, és d'esperar que siguin els consellers externs els qui realitzin la tasca de supervisió, però també és possible que no siguin especialment diligents a l'hora de dur-la a terme, per diversos motius. En primer lloc, es pot donar el cas que, si no tenen uns interessos financers significatius a l'empresa, la repercussió personal d'una millora en els resultats de l'empresa sigui molt petita; si, a més a més, s'afegeix el cost d'oportunitat de realitzar la supervisió, en general alt en tractar-se de persones molt ocupades, el temps que destinaran a informar-se sobre la marxa de l'organització serà molt escàs. En segon lloc, perquè potser els consellers

(2) Bergloff (1997) relaciona les estructures de govern amb el dret de societats vigent a cada país.

externs deuen la seva condició de consellers al fet que van ser proposats per l'equip directiu, de manera que també depèn de la decisió dels directius actuals la seva continuïtat futura al consell; en aquestes condicions de «gratitud» difícilment es pot realitzar una supervisió efectiva.

En molts països, la presumible crisi de govern que han patit les empreses, posada de manifest en uns pobres resultats per als seus accionistes, s'ha atribuït precisament a un funcionament deficient del consell d'administració. A partir d'aquest diagnòstic, s'han impulsat iniciatives encaminades a reforçar el paper del consell com a mecanisme que ha de vetllar pels interessos dels accionistes exercint una estricta supervisió de l'equip directiu. Les iniciatives més visibles han estat els «codis de bones pràctiques de govern empresarial», entre els quals el redactat pel comitè Cadbury al Regne Unit és el pioner i el més influent sobre els codis posteriors.

Els codis de bones pràctiques recomanen canvis en la composició dels consells, de manera que hi augmenti la presència de consellers externs, és a dir, diferents dels consellers que pertanyen al consell per la seva condició de directius de l'empresa. Especialment ha tingut recomanar la figura del conseller independent, no solament aliè a l'equip directiu sinó a qualsevol relació mercantil amb la societat, i a qui s'encarrega la participació més activa en la supervisió de l'equip directiu. Una segona característica destacable dels codis de bones pràctiques és la seva aposta gairebé generalitzada per la maximització del valor de les accions i la creació de valor per a l'accionista, com a missió última de l'empresa societària. La supervisió, avaluació i retribució de l'equip directiu es faran atenent aquest objectiu suprem.

### Junta d'accionistes

Quan el consell d'administració no realitza correctament la funció de supervisar els directius, els accionistes tenen l'oportunitat de reemplaçar els membres actuals per uns altres de nous. Amb aquesta finalitat l'accionista o els accionistes dissidents poden presentar una moció a la junta general d'accionistes censurant els administradors actuals, proposant-ne uns altres de diferents i invitant els altres accionistes a donar suport a la seva proposta de canvi.

Aquestes iniciatives troben, però, dificultats per aconseguir els objectius desitjats de disciplina per a l'equip directiu per diverses raons. En primer lloc, hi ha un greu problema de passatger sense bitllet. Els accionistes desconformes suporten els costos inicials de descobrir que, efectivament, l'empresa obté uns resultats pobres del consell actual i de posar en funcionament la iniciativa que ha de comportar la substitució del consell actual. En contrast, els beneficis de millorar la gestió, però, repercuteixen a favor de tots els accionistes per mitjà d'un preu més alt de les accions. Atesa aquesta situació, un petit accionista pot perfectament arribar a la decisió racional de renunciar a posar en marxa el procés de canvi, tot i que aquest canvi sigui socialment desitjable.

En segon lloc, fins i tot quan la iniciativa dirigida a canviar el consell arriba a la junta, els accionistes tenen pocs incentius a l'hora de sospesar la decisió sobre la persona que vol afavorir amb el seu vot, ja que el vot individual molt poques vegades serà decisiu per al resultat final. Una regla de decisió raonable és donar el vot a l'equip actual, per allò de «més val boig conegut que savi per conèixer». Finalment, el dret de societats atorga als directius discrecionalitat per poder utilitzar recursos de l'empresa per defensar la seva posició, tot influint en la composició del consell, situació que reforça la posició del consell existent.

### Accionistes importants

Ja que els petits accionistes tenen escassos incentius per supervisar la direcció i/o promoure iniciatives de canvi al consell a través de la junta d'accionistes, la solució pot passar per una estructura accionarial concentrada, amb un o diversos accionistes importants. Duta a l'extrem, aquesta opció representaria eliminar el problema generat per la separació entre propietat i control per mitjà d'un accionista que posseeixi el 100% de les accions. No obstant això, aquesta proposta té també les seves limitacions, perquè representa perdre els beneficis que proporciona la diversificació de la cartera d'inversions de l'accionista, diversificació que es busca precisament quan es col·loquen les accions al mercat.

Quan l'accionista important té menys del 100% de les accions de l'empresa, els problemes d'agència s'alleugen, però no es resolen del tot. En



primer lloc, l'accionista no realitzarà la supervisió eficient perquè amb les seves intervencions rep menys del 100% dels beneficis. En segon lloc, l'accionista pot utilitzar el poder de vot per millorar la seva situació particular en detriment d'altres accionistes. En tercer lloc, si l'accionista important és una institució (fons de pensions, empresa, banc...), els accionistes d'aquesta institució han de contractar una persona física perquè actuï en el seu nom, de manera que s'introdueix un nou problema d'agent-principal, ja que el representant de la institució pot tenir interessos propis no sempre coincidents amb els del seu representat.

### Preses de control hostils

En tots els mecanismes descrits fins ara, els que incorren en els costos necessaris per millorar la direcció reben a canvi una part relativament petita dels guanys. La presa de control hostil és, en principi, un mecanisme poderós per disciplinar la direcció, ja que possibilita que algú que identifiqui una companyia amb pobres resultats obtingui a canvi una recompensa elevada.

Consideri's una empresa que val  $v$  sota la direcció actual, però que, si es millora la gestió, pot valer  $v+g$ . Si algú descobreix aquesta situació, pot aconseguir uns guanys de  $g$  comprant l'empresa per  $v$  i reemplaçant l'actual equip directiu. Per tant, qui pren el control amb la compra de l'empresa captura el 100% dels guanys de la seva iniciativa, sense haver de compartir res amb la resta d'accionistes.

En realitat, però, les preses de control hostils poden ser menys rendibles del que suggereix l'argument anterior.<sup>(3)</sup> En primer lloc, trobem un nou problema de passatger sense bitllet. El petit accionista que creu que amb la seva decisió de no acceptar l'oferta de compra no influirà en l'èxit final de l'operació té un incentiu a l'hora de no acceptar l'oferta, ja que, si efectivament es culmina la presa de control i reté les accions, capturarà una part de  $g$ . De fet, si tots els accionistes actuen de la mateixa manera, i el dret de societats no permet que qui realitza l'oferta pugui expropiar, si més no parcialment, els accionistes minoritaris que no venen, llavors es demostra formal-

(3) Una anàlisi tècnica detallada d'aquest comportament es pot trobar a Grossman i Hart (1980).

ment que només arribaran a terme les ofertes de compra amb un preu igual a  $v+g$ , és a dir, el valor de l'empresa amb la nova direcció. Això significa, naturalment, que el comprador potencial no aconsegueix cap benefici i, de fet, obté pèrdues, ja que ha d'afrontar els costos ex ante d'identificar l'empresa objectiu i de promoure l'oferta. En altres casos, la competència vindrà d'altres compradors que es posen en alerta quan es fa la primera oferta i reaccionen amb una altra de superior; la successió d'ofertes de compra apujarà el preu fins a  $v+g$  i de nou es diluiran els potencials beneficis de l'operació.

En segon lloc, el potencial comprador es pot trobar amb la resposta de l'equip directiu, que, davant de l'anunci, real o imminent, reacciona per deixar anar el llast que causa la possible ineficàcia (venent les parts menys rendibles de l'empresa o endeutant-se per enfortir el seu compromís amb una millor gestió en el futur). El valor de l'empresa per als accionistes augmenta i, previsiblement, rebutjaran la primera oferta i obligaran el comprador a realitzar-ne una altra amb un preu superior. El procés pot arribar de nou al preu  $v+g$  perquè l'oferta prosperi; llavors els accionistes actuals guanyen, però els beneficis del comprador es redueixen. Atesa aquesta expectativa, és probable que es desanimi a l'hora de posar en marxa l'oferta des d'un principi.

## Estructura financera

L'aportació de fons monetaris que els inversors realitzen a l'empresa es pot contractar mitjançant diferents instruments financers, per exemple en forma d'accions o en forma de deute. Les accions atorguen poder als titulars per intervenir en qualsevol moment, per les vies establertes, en la marxa de l'empresa, fins i tot quan les coses van bé. En canvi, les contrapartides monetàries són les més incertes, ja que els seus titulars reben el que resta del patrimoni de l'empresa un cop s'han satisfet unes contrapartides pactades d'interessos i de devolució del principal al llarg del temps, però els seus tenidors només poden intervenir en la marxa de l'empresa quan s'incompleix el compromís contret.

Entre altres afectes, el deute redueix els fons de lliure disposició per part de l'equip directiu, ja que una part de la tresoreria que es genera s'ha de destinar inexcusablement a pagar interessos i a tornar principal. Si els pro-

jectes d'inversió necessiten més fons dels internament disponibles després de pagar interessos i principal, la direcció de l'empresa haurà de recórrer al mercat a la recerca dels fons addicionals; els inversors estudiaran els projectes i decidiran finançar-los només quan anticipin un valor present positiu, és a dir, només si augmenten el valor de l'empresa. S'assegura així que el creixement de l'empresa és compatible amb la creació de valor. Una empresa més endeutada que una altra, *ceteris paribus*, transmet al mercat un missatge de major compromís reduint folgances innecessàries i orientant els esforços a la maximització dels recursos generats.

Quan s'incompleix el contracte de deute, en especial si el nombre de creditors és elevat, serà necessari organitzar un procés estructurat de reestructuració i/o liquidació, previst en la legislació de fallides i suspensions de pagaments. Aquest procés no sempre accelera prou la restauració dels drets dels creditors i dona a vegades avantatge als accionistes i a la direcció, fet que actua en detriment del paper disciplinari del deute. Preservar una part almenys dels drets dels accionistes-directius mentre es reestructura l'empresa estaria justificat pel desig d'evitar una liquidació precipitada i, a vegades, socialment ineficient dels actius, que en pot fer perillar la continuïtat.

El deute pot ser un instrument disciplinari de les accions discrecionals de l'equip directiu tant o més poderós que els habituals sistemes d'incentius, com, per exemple, la retribució en accions de l'empresa. Amb les accions, major eficiència en la gestió rep com a premi uns guanys de capital, però difícilment el nombre d'accions que posseeix el directiu serà suficient perquè els guanys compensin els beneficis pecuniaris i no pecuniaris d'augmentar les dimensions de l'empresa. Més efectiu serà, en general, exposar el directiu al risc d'haver de lliurar el control de l'empresa per incompliment dels compromisos adquirits, com, per exemple, el pagament del deute.

### **Competència al mercat de productes i carrera dels directius**

La discrecionalitat dels directius per perseguir objectius propis, en detriment dels resultats dels accionistes, dependrà no solament de l'eficàcia

dels mecanismes de supervisió interna (consell) i externa (mercat de control), sinó que es veurà influïda també per les restriccions que sobre aquesta conducta imposa la competència al mercat de productes i la preocupació de l'equip directiu per preservar i, si pot ser, augmentar el valor del seu capital humà al mercat d'habilitats directives.

En un mercat altament competitiu, la supervivència de l'empresa i, per tant, el manteniment del lloc de treball per a l'equip directiu depenen de la capacitat per satisfer les necessitats dels clients al mínim cost, ja que els preus s'ajusten ràpidament als nivells de costos unitaris més baixos entre tots els oferents que actuen al mercat. Les folgances en què es mou l'empresa són escasses i, si hi ha algun excedent financer transitori, és necessari reinvertir-lo en la millora permanent de la qualitat, el servei i el cost. Si el preu el fixa la competència al mercat, la recerca del mínim cost per satisfer la condició de supervivència equival a la maximització del benefici i, per tant, la direcció de l'empresa es veu forçada a alinear les seves decisions i comportaments amb els objectius i els interessos dels accionistes simplement com a resposta a les pressions de la competència.

És d'esperar, per tant, que el problema de govern pel conflicte d'interessos entre els inversors financers i l'equip directiu sorgeixi quan la competència al mercat de productes és escassa i l'empresa en qüestió tingui una certa posició de domini que li proporciona folgança i discrecionalitat. En certa manera, el sistema de govern es pot contemplar com un substitut de la competència, ja que mitjançant el sistema de govern es busca sotmetre l'equip directiu a unes tensions similars a les que es veu sotmès en un mercat de productes altament competitiu (mercat que, a més a més, ofereix moltes referències als accionistes per poder comparar els resultats de la pròpia empresa).

La preocupació de l'equip directiu per revalorar el seu capital humà és, de fet, una restricció poderosa a la seva discrecionalitat, ja que, en última instància, seran els altres accionistes els que decidiran la retribució que s'ha de percebre si, per alguna raó, es troba de nou oferint els seus serveis al mercat d'habilitats directives. Excepte quan els guanys d'abusar de la confiança que li ofereixen els accionistes en encarregar-li la gestió de l'empresa siguin

extraordinàriament alts, en relació amb el valor de la reputació per actuar en nom i a favor dels accionistes, a la resta dels casos el directiu professional desitjarà afavorir els accionistes, ja que, fent-ho, maximitza les oportunitats de millorar el seu futur salari.

Des d'aquesta perspectiva, la major part de les vegades, els resultats insatisfactoris de l'empresa no són deguts tant a l'actuació fraudulenta de l'equip directiu com a circumstàncies externes desfavorables (que es podran tenir en compte avaluant la tasca de l'equip directiu, ja que és previsible que afectin per igual altres empreses) o a un desfasament entre les habilitats directives que exigeix la competència per assolir l'èxit al mercat i les habilitats que realment té la direcció. Per tant, una tasca important del consell d'administració serà valorar les habilitats de la direcció, comparant-les amb les que exigeix la dinàmica competitiva, i prendre les mesures pertinents.

## 1.2. Govern de l'empresa i protecció de les quasirendes

El paradigma de separació entre propietat i control (relació d'agència entre inversors financers i directius) justifica un govern empresarial basat en la premissa que un gran nombre de petits inversors que aporten fons per finançar els actius tangibles i intangibles són vulnerables a l'expropiació del seu capital per part dels directius, amb amplis poders de decisió en la gestió quotidiana de l'empresa. Aquesta premissa en porta implícita una altra segons la qual la resta de propietaris de recursos tenen protegides les contrapartides pactades en els contractes, bé legalment o bé mitjançant l'exercici de l'opció de sortida i d'ús alternatiu dels recursos al cost d'oportunitat.

La presència d'inversions específiques per part de propietaris de recursos com els treballadors, els proveïdors i els clients, que participen amb els inversors financers i l'equip directiu en l'acció col·lectiva, canvia la situació en el sentit que augmenten els propietaris de recursos amb quasirendes susceptibles d'expropiació. Limitacions en la informació verificable necessària perquè el sistema legal protegeixi els contractes impedeixen utilitzar aquesta via de protecció per a les contrapartides pactades. L'opció de sortida tampoc no és prou protecció, perquè el cost d'oportunitat és menor que el cost

de producció dels recursos empleats, de manera que la diferència és precisament el cost atribuïble a la inversió específica realitzada en el passat per disposar dels serveis que es presten amb els recursos en el present. Aquesta dife-

### ***Requadre 1.2. Rendes i quasirendes***

*La presència d'inversions específiques transforma les relacions entre compradors i venedors als mercats. Els conceptes de rendes i de quasirendes ajuden a entendre aquesta transformació i les seves conseqüències.*

*Suposem que un proveïdor produeix un producte per al client. Si TVC és el cost variable anual de la producció, I la inversió total a la planta de producció i r el cost del capital en tant per u, el cost total de la producció és, per tant,*

$$CT = TVC + rI$$

*La tria del proveïdor pel client s'ha realitzat mitjançant una subhasta competitiva en què el client s'ha assegurat ex ante el subministrament a un preu p igual al cost, és a dir,*

$$p = CT = TVC + rI$$

*La planta està especialitzada per satisfer les necessitats del client, de manera que el proveïdor té escasses possibilitats d'usos alternatius. Aquesta manca d'oportunitats es tradueix en un valor alternatiu de la inversió  $S < I$ . Per tant, «un cop realitzada la inversió», el preu mínim a partir del qual el proveïdor estaria disposat a subministrar al client serà el seu cost d'oportunitat ex post igual a*

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

*Anomenem «quasirenda del proveïdor» al seu benefici després de la inversió, calculat sobre el cost d'oportunitat en aquest moment, és a dir,*

$$\text{quasirenda proveïdor} = p - TVC - rS$$

*o bé, si  $p = TVC + rI$ , com a resultat del procés competitiu ex ante, quasirenda proveïdor =  $r(I - S)$ .*

*Les quasirendes es produeixen perquè  $I > S$ , és a dir, l'especificitat de la inversió significa que el seu valor econòmic és més gran en l'ús per al qual inicialment es va realitzar que en usos alternatius.*

*La renda, en canvi, és igual a la diferència entre l'ingrés i el cost de producció, és a dir,*  
*renda del proveïdor =  $p - TVC - rI$*

rència, coneguda com quasirenda, és, doncs, susceptible d'expropiació i, si els qui s'hi exposen perceben ex ante una possibilitat d'expropiació futura, renunciaran a realitzar la inversió específica o la inversió serà molt inferior a la que es faria si es donessin les garanties suficients.

Quan l'atenció a les inversions específiques es generalitza, la perspectiva financera que domina en el problema de govern concebut com a problema d'agència s'obre a una perspectiva estratègica, en el sentit que el govern de l'empresa ha de ser compatible amb els incentius d'estimular la inversió en els recursos específics sobre els quals es basa l'avantatge competitiu buscat. C. K. Prahalad (1997), un dels principals experts en el tema de l'estratègia empresarial, planteja la qüestió de la següent manera:

«La prioritat dels accionistes era clarament una visió vàlida de la gran empresa quan el recurs escàs era el capital. En les èpoques en què l'accés al capital era essencial per aconseguir grans economies d'escala en fabricació, l'habilitat per aconseguir i assignar capital de forma efectiva era la característica definitiva d'una alta direcció superior. En aquest moment de la història, hi havia una àmplia oferta de treballadors, clients i proveïdors indiferenciats; el capital en canvi era un recurs amb oferta limitada.

Però el món ha canviat [...]. Tot i que el capital continua essent un ingredient necessari, l'accés a talent especialitzat (treball) i a una especialitzada infraestructura de proveïdors (inclosa la tecnologia) s'ha convertit en un factor molt més important perquè les empreses competeixin satisfactòriament en mercats cada vegada més sofisticats i globals.» (p. 51).

A partir de la premissa que els avantatges competitius de les empreses depenen avui de la capacitat per gestionar de manera adequada les seves relacions amb els quatre mercats i no solament amb els financers, Prahalad es distancia de considerar el govern de l'empresa com un problema d'agència entre directius i inversors financers i proposa, en canvi, una perspectiva de creació de riquesa, per a la qual «els alts directius han d'equilibrar de forma consistent les demandes de tots els interessats i estar sotmesos a les disciplines de quatre mercats diferents: mercats de productes (clients), mercats de treball (talent especialitzat), el mercat de tecnologia (proveïdors) i el mercat de capital (inversors)» (p. 56).

L'empresa ja no es concentra en els inversors financers i en les seves prioritats, de manera que el govern de l'empresa s'ha de plantejar des d'una perspectiva més àmplia, com, per exemple, la que suggereix Kester (1992): «El principal problema del govern de les empreses és definir sistemes especialitzats d'incentius, salvaguardes i sistemes de resolució de conflictes que promoguin la continuïtat de les relacions eficients dins del negoci, en presència de comportaments aprofitats».<sup>(4)</sup>

La presència d'inversions específiques altera també la naturalesa dels contractes que regulen les transaccions entre els propietaris de recursos. Amb aquestes inversions es fomenta l'estabilitat<sup>(5)</sup> i la repetició en el temps dels intercanvis i de les transaccions, la qual cosa afavoreix l'aparició d'una superestructura de relacions més o menys informals entre tots els participants en l'acció col·lectiva. Influències des de la cultura, la confiança, la reputació, la pressió social en general serveixen de restriccions a l'aparició de conductes aprofitades, de manera que els contractes relacionals supleixen en molts casos avantatjosament els contractes formals i explícits. En algunes ocasions, els contractes relacionals seran els únics viables, arran dels alts costos de transacció que comportaria el contracte amb suport legal; en aquest cas, algunes característiques del sistema de govern s'hauran d'adaptar perquè aquests contractes relacionals siguin realment factibles.

(4) En aquesta mateixa línia es pronuncia Zingales (1998). Hart (1995), caps. 1-4, elabora els fonaments teòrics de la teoria dels drets de propietat i les seves implicacions per al disseny de mecanismes de govern.

(5) L'estabilitat pot ser desitjable per contribuir al desenvolupament de coneixements específics i per facilitar la posada en pràctica de rutines organitzatives.



D'acord amb el que s'ha dit fins ara, l'impuls a l'acumulació d'inversions específiques pels diferents propietaris de recursos es produeix sobretot quan les condicions de demanda (preferències dels clients) i de tecnologia (manufactura modular, menors costos de comunicació i transport) obliguen a desplaçar l'avantatge competitiu sostingut des dels menors costos que proporciona l'economia d'escala cap a la diferenciació, el servei, la innovació, la qualitat i la productivitat que exigeix l'avantatge competitiu de proporcionar valor a uns clients cada vegada més exigents. Cal esperar, doncs, que moltes empreses parteixin inicialment d'un model de govern inspirat i regulat a partir del «paradigma d'agència» en la relació entre directius i inversors financers. La pregunta és, llavors, ¿són compatibles els mecanismes de govern inspirats en la perspectiva financera amb les exigències que planteja la perspectiva d'estratègia competitiva?; en cas de conflicte, ¿com s'ha de resoldre, per la pròpia iniciativa de les empreses o mitjançant noves normes legals?

Vegem, des d'una perspectiva positiva, els principals mecanismes posats en marxa per resoldre els problemes de govern amb inversions específiques, dirigits fonamentalment a protegir les quasirendes d'aquestes inversions i assegurar així els incentius ex ante per dur-les a terme. També es recordarà que, en bona part, aquesta protecció es basa en contractes implícits o relacionals que cal complementar i reforçar. Així com en la perspectiva financera els mecanismes de control desplegats pels inversors per restringir les decisions dels directius s'han pres de la pràctica del govern empresarial als països anglosaxons, on està més estesa, pel que fa a les inversions específiques recorrerem a les pràctiques de govern a Alemanya i al Japó.

### Accionistes importants

La viabilitat dels contractes relacionals requereix, en general, poder identificar els seus participants, ja que, d'aquesta manera, s'activen els mecanismes reputacionals que sustenten la confiança mútua. Una estructura accionarial dispersa, amb accionistes anònims que entren i surten lliurement de la relació, incompleix la condició d'identitat i fa inviable el compromís i la confiança propis del contracte relacional. En canvi, una propietat concentrada, amb accionistes significatius i estables, s'adequa millor a les condicions que exigeix la viabilitat dels contractes implícits.

Això significa que la concentració accionarial no solament s'explica en funció de proporcionar els incentius per exercitar una supervisió efectiva dels inversors financers sobre l'equip directiu, sinó que obeeix també a les exigències d'activar el mecanisme de reputació i de confiança propi dels contractes implícits. La combinació d'inversions específiques i d'incertesa, que impedeix redactar contractes explícits pels seus elevats costos de transacció, explica que s'adoptin estructures de propietat en què es personalitzen els socis inversors i es fomenta el compromís i l'estabilitat a llarg termini. Les estructures concentrades donen suport als contractes implícits, en què cada partícip en l'acció col·lectiva compromet la seva paraula en «actuar davant l'imprevist respectant els interessos legítims dels altres partícips».

No obstant això, la personalització i el compromís dels participants en les transaccions no són condició ni necessària ni suficient per als contractes implícits. La confiança, entesa com atribuir bona fe a la conducta dels altres,<sup>(6)</sup> és, a vegades, el resultat d'una determinada cultura col·lectiva. En segon lloc, i tot i la personalització, els contractes implícits es poden incomplir perquè, per exemple, canvis externs alteren la relació entre els beneficis i els costos de trencar l'acord a favor dels primers. A més a més, amb els accionistes importants es perden oportunitats d'aconseguir una assignació eficient de riscos, tal com ja s'ha subratllat anteriorment.

### Participacions accionaries creuades

La preservació dels incentius a la inversió en el capital humà específic pot justificar, entre altres raons, la ubicació dels actius físics, necessaris per a la producció i la venda, en diverses empreses que mantenen una relació de clients i proveïdors entre si. Els contractes implícits que regulen les relacions entre aquestes empreses es reforcen si, mitjançant participacions accionaries creuades, les diferents empreses que intervenen en la cadena de valor comparteixen els beneficis i els costos de totes les empreses. El resultat és una estructura empresarial de grup o de xarxa que aglutina empreses que mantenen una estreta relació productiva i comercial, tot i que no exclusiva.

(6) Sempre que aquesta conducta pugui afectar el benestar propi.

Les participacions creuades s'estenen als bancs com a proveïdors de fons financers. Com a corol·lari del que s'ha dit sobre els accionistes significatius, les participacions creuades se suposen estables en el temps.

Els incentius per trencar el contracte amb, diguem, clients i proveïdors, per beneficiar així els accionistes o prendre diners prestats per invertir-los en un projecte d'alt risc amb el propòsit altre vegada d'afavorir els accionistes, en detriment dels bancs, queden atenuats quan els accionistes perjudicats per aquestes operacions són els principals accionistes de la companyia. Ajudar les empreses en dificultats a superar problemes financers transitoris també serà més senzill quan els principals proveïdors de capital tinguin drets a curt, a mitjà i a llarg termini sobre els resultats de l'empresa; els conflictes d'interès i els problemes de passatger sense bitllet queden, d'aquesta manera, minimitzats.

En termes més tècnics, les participacions accionaries creuades recolzen en mecanismes de *control «des de dins»*, per corregir ineficàcies i millorar l'assignació de recursos, en el sentit que són les mateixes empreses les que es controlen mútuament, enfront de la possibilitat que aquest control sigui exercit *«des de fora»*, quan l'exerceixen accionistes significatius aliens a l'empresa, com, per exemple, els familiars o el mercat de control.<sup>(7)</sup> Si a les participacions accionaries creuades afegim la més que probable presència de representants de les empreses al consell d'administració, arribem a una situació en què els directius de les empreses estaran molt protegits enfront de les influències externes. Davant d'aquesta protecció ens hem de preguntar per l'origen dels estímuls perquè aquest control intern realment s'exerceixi, de manera que la situació creada no evolucioni cap a la complicitat i la complaença mútues. La resposta s'ha de buscar als mercats de productes, la competència i rivalitat dels quals són *imprescindibles* per mantenir els estímuls d'un control intern eficient i efectiu en la correcció de les deficiències de gestió, ja que, d'una altra manera, el grup veurà amenaçada la seva pròpia supervivència.

(7) La distinció entre control «des de dins» i control «des de fora» és deguda a Franks i Mayer (1997).

## Reconeixement dels treballadors com a col·lectiu interessat

Quan els treballadors duen a terme inversions específiques en el seu capital humà es converteixen en *interessats* de l'empresa, perquè en gran mesura la possibilitat d'obtenir una rendibilitat econòmica per aquestes inversions depèn de la continuïtat futura de l'activitat empresarial. A més a més, les quasirendes de la inversió són, com les d'altres partícips, susceptibles d'expropiació per part d'altres interessats.

En una primera instància, el capital humà específic inclou el coneixement dels productes i dels processos que és necessari intercanviar i posar en comú amb el d'altres treballadors, no sempre pertanyents a la mateixa empresa. En la mesura que aquest coneixement sigui contextual, la seva codificació i comunicació serà difícil de realitzar per mitjà dels canals habituals de comunicació i serà necessari, en canvi, recórrer a l'organització d'equips i a l'intercanvi de persones entre les organitzacions. El resultat final serà, en molts casos, la creació d'un entramat de relacions interpersonals duradores entre treballadors i directius de les diferents empreses, les quals són la base que sustenta les obligacions i la confiança mútues que hem esmentat.

La institució de l'«ocupació permanent» o per a tota la vida vigent durant molts anys al Japó actua en el context descrit, amb la finalitat de preservar aquestes relacions personals, fer així més fàcil el control social sobre les conductes oportunistes o aprofitades i augmentar el cost individual de cada treballador d'abusar de la confiança que s'hi ha dipositat. Per aquest camí, la reputació que atresora un treballador es converteix en un dels seus principals actius, ja que d'ella depèn poder arribar a acords implícits amb els altres treballadors. Tant el treballador com l'empresa poden perdre alguna cosa en les transaccions en marxa.

La representació dels treballadors al consell d'administració, com a Alemanya, és un segon exemple d'iniciativa dirigida a reforçar-ne el poder institucional dins de l'organització; d'aquesta manera se'ls col·loca en un pla similar al de l'altre gran col·lectiu d'interessats, els accionistes, i se'ls permet intervenir amb veu i vot en decisions clau per al futur de l'empresa i per al seu futur particular. Els altres òrgans de representació dels treballadors a

l'àmbit de l'empresa, com els comitès d'empresa, als quals es reconeixen, com a mínim, drets consultius sobre determinades decisions, s'han d'interpretar en el mateix sentit, tot i que el comitè queda desvinculat dels òrgans que habitualment representen els interessos dels accionistes, com és el consell d'administració.

El reconeixement del poder institucional dels treballadors dins de l'empresa trenca la perspectiva jeràrquica segons la qual l'empresari-capitalista contracta els serveis dels treballadors a canvi d'una contraprestació, però sense l'opció a l'exercici de la «veu», és a dir, deixant-los només l'opció de «sortida» per manifestar qualsevol desacord amb els desitjos de l'empresari. En el seu lloc sorgeix una estructura de poder més equilibrat en què hauran de prevaler la negociació i el compromís. La rapidesa de decisió de la jerarquia es perdrà, el risc d'expropiació per als accionistes previsiblement augmentarà, però al mateix temps es donen més garanties i protecció als interessos dels treballadors, la qual cosa pot redundar en una millor disposició dels treballadors a comprometre's i a involucrar-se amb l'organització i els seus interessos a llarg termini.

### Intervenció selectiva

La intervenció selectiva significa el reconeixement que un o diversos dels interessats amb participació en el capital pot intervenir incidentalment de forma directa i explícita en els assumptes d'una altra empresa quan sigui necessari per corregir un cert problema. El més habitual és que la intervenció la dugui a terme un banc per remeiar uns pobres resultats, que es manifesten, en primer lloc, com a disfuncions financeres. Per mitjà de la intervenció, es reconeix una certa jerarquia o relació d'autoritat dins de l'organització, de manera que l'autoritat recau sobre el propietari de recursos més informat (el banc manté relacions amb moltes empreses i analitza els mercats per valorar els beneficis i els riscos de les noves inversions), té més capacitat de manobra a curt termini (controla un recurs altament fungible, la tresoreria) i aviat rep senyals d'alerta sobre la mala situació d'una empresa (el retard i incompliment dels pagaments d'interessos i/o principal del deute serà gairebé inevitable si l'empresa té problemes d'ineficàcies).

Cada participant en l'acció col·lectiva té unes expectatives de resultats ex ante que són vigilats pel grup, ja que dels resultats en depèn l'eficiència total. Si aquests resultats no s'assoleixen ex post, s'intervé buscant corregir les causes mitjançant mesures que, en molts casos, comportaran l'acomiadament de l'equip directiu de l'empresa en qüestió. Per tant, les conseqüències d'uns resultats pobres no es dilueixen entre tots els membres del grup, sinó que repercuteixen sobre el membre que els ha causat. Amb això s'eviten els incentius per actuar de polissó que sorgeixen quan cada partícip en l'acció col·lectiva percep que les conseqüències de les seves decisions es repartiran entre tots.<sup>(8)</sup>

La intervenció selectiva que realitza el banc dins del grup i altres funcions, com proporcionar liquiditat i facilitar cobraments i pagaments, generaran uns costos que el banc haurà de repercutir sobre la resta de membres. D'altra banda, el banc pot estar temptat d'abusar de la seva posició privilegiada en el grup (en monopolitzar una bona part de les accions correctives i disciplinàries), tot i que cal esperar que consideracions reputacionals actuïn de fre. En qualsevol cas, la intervenció selectiva té uns costos que serà necessari conèixer i avaluar.

### Missió de l'empresa

En la perspectiva financera, en què l'estructura de govern està dissenyada per protegir les rendes dels inversors financers, queda plenament justificat que el consell d'administració avaluï la gestió de l'equip directiu a partir del valor de mercat de les accions i/o de la creació de valor per a l'accionista. Però, ¿quina és la mesura de *performance* en què ha de basar les seves avaluacions el consell en la perspectiva estratègica, amb diversos col·lectius d'«interessats» a causa de les inversions específiques que realitzen a l'empresa?

Per respondre aquesta qüestió és necessari aprofundir i clarificar termes com benefici i riquesa. La primera referència al benefici és comptable, on aquest benefici és la diferència entre els ingressos i tots els costos explí-

(8) Els fonaments teòrics de la intervenció selectiva per trencar la restricció pressupostària que permet recuperar l'eficiència en organitzacions col·lectivitzades es troben a Holmstrom (1983).

cits necessaris per generar-los, calculats a partir d'uns criteris establerts per la normativa comptable, per exemple, costos històrics d'adquisició. El benefici comptable és, en principi, la renda de lliure disposició per a l'accionista, a partir de la qual decideix sobre els dividendes a cobrar i el benefici a reinvertir. La reinversió i les rendes que genera s'acumularan amb inversions anteriors per determinar el patrimoni que l'accionista té a l'empresa. Des d'aquesta perspectiva, crear riquesa per a l'accionista pot avaluar-se ex post, segons evolucioni el benefici comptable, o ex ante, en funció de la rendibilitat esperada per al benefici que es reinverteix.

«Augmentar el benefici comptable» i/o «obtenir una rendibilitat esperada positiva per al benefici reinvertit» no són criteris suficients per estar segurs que es crea valor per a l'accionista. Crear valor ex post significa que el benefici comptable supera el cost d'oportunitat de la inversió que l'accionista té a l'empresa, cost que no està imputat en el càlcul del benefici comptable. La riquesa de l'accionista augmenta amb la reinversió si la rendibilitat supera ex ante el cost del capital financer invertit. Sense les oportunes correccions, el benefici comptable no proporciona indicacions fiables de la creació de riquesa i, per tant, no és el benefici que cal maximitzar.

Si l'empresa cotitza en borsa, hi ha un valor de mercat de les accions que representa la riquesa dels accionistes en aquest moment en el temps. La cotització o preu de l'acció reflecteix el valor present de les expectatives de rendes al qual aquesta acció tindrà dret en el futur, oportunament descomptades. Evidentment, l'objectiu de maximitzar la riquesa de l'accionista és ara clar, ja que la mesura de riquesa és inequívoca, però ¿com sabem si estem o no en el valor màxim en cada moment quan el preu de les accions és altament volàtil i hi influeixen molts factors fora del control de l'equip directiu? És precís, per tant, operativitzar l'objectiu de maximitzar la riquesa de l'accionista i traduir-lo en estàndards que permeten valorar l'impacte sobre aquesta riquesa de decisions corrents.

L'EVA (Economic Value Added) és una mesura de resultats proposada per avaluar fins a quin punt la gestió de recursos productius existents s'està realitzant creant valor o riquesa per a l'accionista.<sup>(9)</sup> L'empresa crea valor

(9) Vegeu Stewart (1994).

per a l'accionista en un període de temps determinat si el valor al mercat del que s'ha produït supera el cost de tots els recursos empleats en la producció, inclòs el capital productiu en què s'han empleat les inversions financeres dels accionistes. La diferència positiva és el «valor econòmic afegit» o creat que reben els accionistes per damunt del cost d'oportunitat dels recursos invertits. Pel que fa a la creació de riquesa amb els nous projectes en què s'inverteixen els fons dels accionistes, la condició bàsica s'estableix en termes de valor present net positiu.

La segona referència de benefici és el benefici econòmic. Aquest benefici es defineix com la diferència entre el valor a preus de mercat de la producció en un període de temps determinat i el cost d'oportunitat de tots els recursos empleats en la producció.<sup>(10)</sup> L'EVA és, doncs, un concepte molt proper al de benefici econòmic; la diferència és que l'EVA pressuposa que tots els recursos empleats diferents del capital estan correctament valorats a costos d'oportunitat en el compte de pèrdues i guanys comptables, de manera que la correcció i la imputació de costos d'oportunitat per passar del benefici comptable a l'EVA afecta només el capital i la inversió productiva (tangible i intangible). En qualsevol cas, el benefici econòmic constitueix un estàndard de *performance* de rellevància social, ja que un valor no negatiu del benefici està indicant que la societat està millor o igual, en termes de benestar, assignant els recursos a la producció d'aquesta empresa que assignant-los a usos alternatius. D'altra banda, aquest benestar es fa socialment màxim quan l'empresa maximitza el benefici econòmic i el preu de venda s'ajusta al cost marginal.

Quan el mercat és prou competitiu perquè el preu tendeixi al cost, el benefici econòmic serà un bon indicador de performance tant des del punt de vista dels accionistes com des del punt de vista de la societat en general, ja que els recursos s'assignen mantenint, com a mínim, el valor del patrimoni de l'accionista i no hi ha pèrdues d'oportunitat per a la societat. D'altra banda, si els mercats de factors, treball, inputs intermedis, són competitius, el seu preu reflectirà els costos d'oportunitat i l'EVA serà una bona aproximació al benefici econòmic, de manera que aquesta mesura de resultats, sorgida

(10) Mato i Salas (1992) presenten una exposició detallada sobre el benefici econòmic i el seu càlcul a partir dels estats comptables.



de la pràctica empresarial, es converteix en un indicador de resultats empresarials que mesura la creació de riquesa per als accionistes i per a la societat en general.

La presència d'inversions específiques en el capital humà i en la producció d'inputs per empreses proveïdores, com suposem en el model estratègic de referència, complica la relació entre benefici i creació de riquesa. En efecte, la presència d'inversions específiques estableix una bretxa entre cost d'oportunitat i cost de producció d'un bé o servei. El valor d'oportunitat del capital humà específic, per exemple, és menor que el cost de producció, perquè en el cost de producció hi ha inclosa la valoració del cost de la inversió realitzada. Però, com es tracta d'un cost enfonsat (*sunk cost*), el seu valor econòmic en usos alternatius a l'actual és zero i, per tant, no entra en el càlcul del cost d'oportunitat. Això significa que, quan calculem el benefici econòmic, ingressos menys costos d'oportunitat, una part d'aquest benefici són, en realitat, quasirendes, ja que corresponen a beneficis generats gràcies a la inversió específica realitzada en el passat i, per tant, s'han d'imputar com a cost de la inversió.

Des d'una perspectiva econòmica, hi ha ara un problema d'eficiència estàtica i un problema d'eficiència dinàmica. El primer problema significa assignar els recursos disponibles en cada moment de manera que es maximitzi el benefici econòmic calculat a costos d'oportunitat. El segon problema representa repartir les quasirendes de manera que es cobreixin els costos de producció i d'aquesta manera induir ex ante els incentius perquè els propietaris de recursos realitzin les inversions específiques que assegurin el creixement de la productivitat. La qüestió és: ¿quin mecanisme de govern garanteix aquesta doble eficiència?

Suposem que som en un model financer i assumim com a missió de l'empresa que el consell d'administració ha de defensar la creació de valor per a l'accionista. Ex post, és a dir, per a una inversió específica donada, maximitzar la riquesa dels accionistes representarà repartir totes les quasirendes generades, de manera que la resta de propietaris rebin només el cost d'oportunitat. Ara bé, amb aquest repartiment es limita la inversió específica de la resta de propietaris de recursos i es poden perdre oportunitats de crear riquesa en el futur. Hi ha, per tant, un possible conflicte entre maximitzar la

riquesa a curt termini i maximitzar la riquesa a llarg termini dels accionistes, la resolució del qual és indeterminada, ja que, en alguns casos, els accionistes augmenten la seva riquesa quedant-se amb totes les quasirendes i sacrificant la inversió futura i, en altres casos, surten guanyant si comparteixen les quasirendes i mantenen els incentius a la inversió. Noti's, a més a més, que en general no és cert que sempre que l'accionista escull l'alternativa que li resulti més favorable s'aconsegueix també la millor solució des del punt de vista de l'eficiència col·lectiva.

### ***Requadre 1.3. Maximització del benefici de l'accionista amb quasirendes***

*Reprenem de nou els conceptes de rendes i de quasirendes descrits al requadre 1.2. Suposem que la inversió ja ha estat realitzada i que el client planteja al proveïdor la renegociació del contracte que inicialment establia un subministrament al preu de cost  $p_c = TVC + rI$ , en valors anuals. El valor del producte per al client és  $v = p_c$ , i aquest client no té opcions alternatives per satisfer la seva demanda.*

*Si la negociació s'obre, el preu negociat es mourà entre el màxim  $p_c = v = TVC + rI$  i el mínim  $p_m = v = TVC + rS$ , igual al cost d'oportunitat ex post del proveïdor. Suposant un poder negociador similar per a les dues parts, el preu esperat serà la mitjana entre els dos preus,*

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

*Amb aquest preu, el nou benefici del client serà:*

*$B^\circ \text{ client} = v - p' = p_c - p' = TVC + rI - TVC - 1/2 r(I+S) = 1/2 (I - S)$*   
*mentre que el benefici del proveïdor serà:*

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

*Això significa que el client està en condicions d'apropiar-se de la meitat de les quasirendes del proveïdor i, ja que suposem un mercat competitiu ex ante, l'apropiació implica que el proveïdor entri en pèrdues.*

*Ex post, el client té l'oportunitat d'augmentar el seu benefici, crear valor per als accionistes, forçant la renegociació, abaixant el preu de compra del proveïdor i capturant part de les seves quasirendes. Òbviament, perquè això passi, el proveïdor ha d'ignorar el risc de quedar «presoner» del seu client un cop realitzada la inversió. Com és d'esperar que el proveïdor anticipi la possibilitat de veure's obligat a compartir les quasirendes amb el client, la conseqüència final seria que no du a terme la inversió i es perd l'oportunitat d'intercanvi.*

*¿Què fer en aquest cas? Una possible solució és que el client i el proveïdor s'integrin en una única empresa i s'eviti així el risc de renegociació futura. En segon lloc, client i proveïdor intenten redactar un contracte abans de fer la inversió que anticipi totes les possibles contingències futures i estableixi contrapartides pertinents; sovint aquest contracte a llarg termini serà inviable en termes de cost de transacció.*

*La tercera possibilitat és que el client faci una manifestació expressa que en les seves actuacions tindrà en compte els interessos de tots els propietaris de recursos que participen en l'acció col·lectiva, i no solament els interessos dels seus accionistes. ¿Té conseqüències aquest canvi en la missió de l'empresa en lloc de definir-la com la maximització del valor creat per als accionistes? La resposta equival a dir si amb una missió o una altra l'empresa influeix en la disposició dels propietaris de recursos a entrar en transaccions amb ella quan les transaccions s'han de conduir per mitjà de contractes implícits. L'empresa que anuncia en la seva missió el respecte als interessos de tots els propietaris de recursos sacrifica una bona part de la seva reputació forçant la renegociació amb la finalitat d'expropiar quasirendes del proveïdor. Aquest proveïdor ho sap i, anticipant que l'empresa client voldrà preservar el valor de la seva reputació perquè li reporta beneficis futurs, potser acceptarà realitzar la inversió.*

Darrere de tots aquests arguments hi ha, en certa manera, un conflicte potencial, al qual es pot enfrontar un consell que orienta la seva actuació cap a la maximització de la riquesa de l'accionista, entre considerar valor a curt termini i valor a llarg termini d'aquesta riquesa. Disputar les quasirendes al proveïdor pot crear valor a curt termini, però pèrdues a llarg termini si s'incompleteixen contractes implícits. La tria dels mecanismes de govern serà sensible al disseny que faci més factible la maximització de les oportunitats de crear riquesa neta augmentant la viabilitat de contractes implícits.

En qualsevol cas, fins i tot si els accionistes prefereixen que es mantinguin els incentius a la inversió específica, existirà el problema addicional de com fer creïble, dins de la lògica del model de govern financer, que, efectivament, les quasirendes ex post seran compartides entre tots els grups d'«interessats». ¿S'haurà de definir una nova missió, com, per exemple, maximitzar la riquesa neta total a llarg termini?; ¿s'ha de confiar aquesta missió a un consell d'administració creat per defensar els interessos dels accionistes com a inversors financers o, en cas contrari, a un consell més equilibrat pel que fa a la distribució del poder entre grups d'«interessats»?; ¿com es fan creïbles les promeses de no expropiació de quasirendes sense alterar les institucions bàsiques de govern en el model financer? Aquestes són algunes de les qüestions que ens semblen molt pertinents i sobre les quals els codis de bones pràctiques de govern, als quals ja hem fet esment, eludeixen pronunciar-se.

Les pràctiques o mecanismes de govern propis del model estratègic ofereixen les necessàries salvaguardes per estimular les inversions específiques en el conjunt d'«interessats» que s'involucren en l'empresa, però és evident que així s'afebleix la posició dels accionistes en relació amb la seva posició en el model financer. La protecció dels interessos dels inversors financers és necessària en qualsevol cas, i s'ha de garantir en condicions d'igualtat, com a mínim, en relació amb les de la resta d'interessats.

## Competència i carreres dels directius

Tot i que la intervenció selectiva és un mecanisme corrector de les potencials ineficàcies que pot comportar el model d'organització que sorgeix

de les pràctiques de govern descrites, la possibilitat que l'excessiva protecció enfront del control extern, a conseqüència, per exemple, de les participacions accionaries creuades que impedeixen les operacions de control, anul·li l'aplicació dels mecanismes de control extern i el grup s'assenti en una assignació de recursos col·lectivament ineficient, és elevada. Si la competència és un element corrector i disciplinari important quan es tracta de reduir la discrecionalitat de l'equip directiu en el marc del model financer, el seu paper per estimular l'eficiència i evitar equilibris que representen desapropiar oportunitats de crear riquesa en el model estratègic és, si fos possible, molt més important. Per tant, des de la perspectiva d'interessos socials, és molt desitjable que les iniciatives desenvolupades per protegir les quasirendes no desvirtuin la competència als mercats de productes. S'assegura d'aquesta manera que com a mínim roman actiu un important mecanisme de control extern i que els mecanismes de control intern reben impulsos externs per actuar amb eficàcia.

Més complicat resulta compaginar el foment de les relacions interpersonals i el capital reputacional entre directius i treballadors, que són membres dels grups empresarials, amb la preocupació per millorar les habilitats directives i augmentar així el capital humà. Els mercats externs de treball són necessàriament poc actius en un model que promou l'estabilitat i les relacions a llarg termini, de manera que resulta difícil que els directius i els treballadors rebin senyals sobre el valor econòmic fora del grup dels seus coneixements i habilitats. Per aquest motiu, l'aprenentatge i l'acumulació de coneixement es farà per a i pel grup, amb la consegüent pèrdua de capacitats genèriques que podrien ser útils davant d'eventuals necessitats de canvi i d'adaptació que sorgeixin en el futur.

## Conclusió

La perspectiva financera i la perspectiva estratègica situen la problemàtica del govern de l'empresa en dos àmbits diferents. La perspectiva financera contempla una gran empresa amb un elevat volum d'inversions, que requereixen, al seu torn, molts fons monetaris per finançar-los, els quals procedeixen de petits i nombrosos inversors amb la finalitat d'optimitzar així

l'assignació dels riscos. La gestió d'aquestes inversions es delega en un equip directiu professional i competent, les recompenses personals del qual, però, no estan perfectament alineades amb la variació en el valor econòmic dels actius que gestionen, ja que aquests actius pertanyen als accionistes inversors. Com aconseguir que els directius gestionin els recursos de manera que es maximitzi la riquesa dels accionistes és la principal preocupació del govern de l'empresa sota aquesta perspectiva. La primera columna del quadre 1.1 resumeix els mecanismes que incideixen en aquest objectiu, segons la revisió feta dels mecanismes en el text.

La perspectiva estratègica vincula el problema de govern a la tria de l'estratègia competitiva de l'empresa i en particular als recursos específics necessaris per aconseguir avantatges competitius sostinguts en el temps. Els recursos específics en comprenen d'altres diferents del capital físic, en especial capital humà, de manera que la solució d'integració vertical no resol el problema de propietat. La distribució dels recursos dins i fora de l'empresa, la missió que tutela en consell, el paper dels mercats, s'han d'ajustar a l'objectiu de mantenir l'incentiu que cal invertir en els recursos que proporcionen els avantatges competitiu i contribueixen a crear riquesa. Protegir les quasi-rendes corresponents és el camí per mantenir els incentius cercats i el govern, distribució de poder, s'orienta cap a aquesta finalitat. La segona columna del quadre 1.1 resumeix l'actuació dels mecanismes de govern sota el model estratègic.

Quadre 1.1

## OBJECTIUS I FUNCIONS DELS MECANISMES DE GOVERN EN EL MODEL FINANCER I EN EL MODEL ESTRATÈGIC

Mecanismes de govern	Model financer	Model estratègic
Consell d'administració	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Maximitzar el valor de mercat de les accions</li> <li>• Assignació eficient de recursos disponibles</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Maximitzar la creació de riquesa neta total i el seu creixement en el temps</li> </ul>
Accionistes	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aconseguir un equilibri entre supervisió de l'equip directiu i assignació eficient de riscos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Protecció d'inversions específiques</li> <li>• Facilitar els contractes implícits (confiança, reputació)</li> </ul>
Estructura financera	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Restringir i limitar el <i>cash flow</i> lliure</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Intervenció selectiva</li> </ul>
Mercats de control	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Competència entre equips directius que es disputen el control sobre els actius de l'empresa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Transferència de blocs accionarials entre accionistes significatius</li> </ul>
Mercats de productes	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Competència que disciplina la conducta de l'equip directiu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Competència que evita equilibris ineficients entre «interessats»</li> </ul>
Mercat de directius i treballadors	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mercats externs actius que revaloren el capital humà dedicat a millorar els beneficis dels accionistes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mercats externs inactius. Reforç per a la inversió en capital humà específic i el compromís a llarg termini amb l'organització</li> </ul>

Font: Elaboració pròpia.

## II. Patrons de propietat i govern: una perspectiva comparada

### Introducció

Una de les principals explicacions de l'atenció que ha rebut el tema del govern empresarial rau en les diferències observades als diferents països en les formes d'harmonitzar la cooperació i el conflicte a l'empresa. Quan l'economia es globalitza i empreses ubicades en països diferents com Alemanya, el Japó i els Estats Units es disputen mercats a escala mundial, comença a ser rellevant, tant per als directius de les empreses en particular com per al conjunt de la societat en general, la diferència observada en els patrons de propietat i de govern segons el país d'origen de l'empresa. Al cap i a la fi, la propietat i el govern influiran en la competitivitat de l'empresa, ja que incideixen molt directament en la manera de prendre les decisions més importants.

La comparació descobreix que les diferències en els patrons de propietat-govern es produeixen principalment entre països (o entre àrees d'influència: països anglosaxons, Àsia, Centreuropa). És a dir, les diferències són més grans entre empreses originàries d'àrees geogràfiques (i polítiques) diferents que entre empreses que comparteixen una mateixa àrea geogràfica. Això fa pensar que l'entorn polític i institucional en què l'empresa desenvolupa la seva activitat i, de manera especial, les normes legals a les quals se sotmet són determinants en la tria del sistema de govern. El marc polític i institucional, mitjançant la seva influència en la tria de la forma de propietat i de



govern, influeix en la capacitat competitiva de les empreses d'un país, ja que, tal com hem vist al capítol anterior, unes formes de propietat-govern s'adapten millor a unes fonts d'avantatge competitiu que a unes altres.

Això explica que, durant els anys vuitanta, als Estats Units s'alcessin veus demanant reformes en l'entorn institucional (per exemple, per facilitar una major difusió de l'inversor relacional eliminant les lleis que prohibien una comunicació fluida entre empreses i inversors financers) perquè les empreses nord-americanes, mitjançant les noves formes de govern, es poguessin dotar dels actius intangibles que, segons l'opinió de molts, eren la causa de la superioritat competitiva de les empreses japoneses i alemanyes, el model de govern de les quals sí afavoria l'acumulació d'aquests actius. O que a Europa es demanin amb insistència reformes que impulsin una major liquiditat dels mercats de capitals (limitant les participacions accionaries creuades) i una major transparència de les empreses, per afavorir la creació de societats de capital risc, necessàries per estimular la innovació en sectors bàsics.

El present capítol resumeix les evidències empíriques que permeten perfilar els patrons de propietat-govern que sorgeixen als països desenvolupats. També s'ocupa de les possibles causes de les diferències observades, de les seves conseqüències i de les perspectives de convergència futura.<sup>(1)</sup>

## 2.1. Propietat i govern: diferències entre països

L'atenció que ha merescut el govern de l'empresa seria sens dubte molt menor si les diferències observades en els sistemes de propietat, estructura financera i gestió de les empreses s'expliquessin en funció del nivell de desenvolupament econòmic del país on estan localitzades. No obstant això, com ho posa de manifest el quadre 2.1, països amb un alt desenvolupament econòmic com Alemanya, el Japó i els Estats Units mostren diferències molt notables en la propietat i el govern de les grans empreses.

(1) La recopilació de treballs que s'inclouen a l'obra de Chew (1997) sintetitza molt bé les diferències en els sistemes de propietat-govern entre països i les reflexions que han suscitat en els últims anys. La publicació recent dels treballs realitzats dins del programa de Corporate Governance de la Columbia Law School (1998) completa un panorama internacional i multidimensional del problema que s'ha tingut molt en compte a l'hora de redactar el present capítol.

Quadre 2.1

**PATRONS DE GOVERN: EVIDÈNCIA EMPÍRICA**

	Alemanya	Japó	Estats Units
Retribució directius	Moderada	Baixa	Alta
Consell d'administració	Direcció/ supervisió	Principalment interns	Principalment externs
Propietat (accionistes)	Concentrada: famílies, empreses, bancs	Menys concentrades: bancs, empreses, famílies	Difusa: absència d'empreses entre els accionistes
Mercat de capitals	Baixa liquiditat	Una mica líquid	Molt líquid
Mercat de control	Poc actiu	Poc actiu	Molt actiu
Bancs	Universals	Banc principal	—
Proporció empreses cotitzades	Baixa	Mitjana/alta	Alta
Orientació dret societats	Protecció accionistes minoritaris i creditors	Protecció creditors	Protecció accionistes enfront direcció

Alemanya es distancia a la baixa dels Estats Units i del Japó pel que fa a les empreses que cotitzen en borsa i a la seva importància relativa en el conjunt de l'economia, si bé, segons el quadre 2.2, ni els Estats Units ni el Japó són els països en què la capitalització borsària és més alta en relació amb el PIB.<sup>(2)</sup> A Alemanya i al Japó, la titularitat de les accions es reparteix sobretot entre empreses, bancs i particulars, mentre que als Estats Units són els fons de pensions i els particulars els tenidors més significats, amb absència total d'accions en poder d'altres empreses. La concentració accionarial és més gran a Alemanya i al Japó que als Estats Units, mentre que la protecció dels inversors és desigual segons faci referència als accionistes o als creditors financers (vegeu quadre 2.3).

(2) Malàisia i Singapur apareixen clarament destacats en la relació de capitalització borsària sobre el PIB, tot i que les xifres s'hauran reduït molt a conseqüència de les successives crisis financeres.

**COMPANYIES COTITZADES I CAPITALITZACIÓ BORSÀRIA (1994)**

	Empreses cotitzades		Capitalització		Transaccions
	Nombre	Dimensió	Bilions US\$	% PIB	% valor de mercat
	Unitats	Milions US\$			
Singapur	240	1.142	274	397	29
Malàisia	475	403	192	271	59
Luxemburg	55	518	29	204	1
Regne Unit	2.070	585	1.210	119	38
Suïssa	215	1.321	284	111	81
Holanda	320	884	283	85	66
Japó	2.205	1.673	3.688	80	32
Austràlia	1.144	192	219	68	34
Estats Units	2.353	1.802	4.240	64	52
Canadà	1.185	266	315	58	42
Corea	699	274	192	50	174
Bèlgica	155	542	84	37	14
França	459	919	422	32	45
Espanya	372	331	123	26	44
Alemanya	417	1.106	461	23	128
Itàlia	219	822	180	18	72

Font: OCDE (1997).

En termes generals, l'evidència aportada als quadres 2.2 i 2.3 i en altres estudis, per exemple Fanjul (1998), permet descriure el patró nord-americà com un model de propietat dispersa, tant pel que fa a fons propis com a deute, unida a un mercat financer molt líquid on els inversors busquen optimitzar la cartera de títols. El mercat de control corporatiu és un important mecanisme per corregir ineficàcies en l'assignació de recursos i per pressionar per a la maximització dels beneficis. A Alemanya i al Japó, la propietat està més concentrada i els mercats són menys líquids. Amb això, els inversors assumeixen un paper actiu directe en la correcció d'ineficàcies i en el seu compromís a llarg termini amb l'organització, tot i que, a vegades, a costa de sacrificar oportunitats de diversificació. Qualsevol canvi en el grup de control requereix la col·laboració dels accionistes majoritaris i s'executa amb la transferència de grans blocs accionaris.

## TITULARITAT DE LES ACCIONS, CONCENTRACIÓ ACCIONARIAL I PROTECCIÓ DELS INVERSORS

	Estats Units	Japó	Alemanya	França	Regne Unit	Itàlia	Suècia	Espanya
<b>Titularitat <sup>(a)</sup></b>								
<b>Sector financer</b>	<b>45</b>	<b>44</b>	<b>29</b>	<b>8</b>	<b>62</b>	<b>19</b>	<b>24</b>	<b>30</b>
Bancs	3	26	14	3	1	10	1	15
Companyies d'assegurances	4	16	7	1	17	2	8	3
Fons de pensions	26	–	–	–	34	–	–	2
Fons d'inversió	–	–	–	–	–	–	8	2
Altres	12	2	8	4	10	7	6	–
<b>Sector no financer</b>	<b>55</b>	<b>56</b>	<b>71</b>	<b>92</b>	<b>38</b>	<b>81</b>	<b>76</b>	<b>80</b>
Empreses	–	24	39	59	2	32	34	8
Individus	48	24	17	19	18	17	16	25
Estrangers	6	7	12	11	16	5	9	31
Estat	–	1	4	4	1	28	7	16
Altres	1	–	–	–	2	–	10	–
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Concentració accionarial <sup>(b)</sup></b>	<b>0,20</b>	<b>0,50</b>	<b>0,65</b>	<b>0,70</b>	<b>0,10</b>	<b>0,85</b>	<b>1,0</b>	<b>0,85</b>
<b>Estàndards comptables <sup>(c)</sup></b>	<b>0,789</b>	<b>0,722</b>	<b>0,680</b>	<b>0,767</b>	<b>0,867</b>	<b>0,689</b>	<b>0,922</b>	<b>0,567</b>
<b>Protecció accionistes <sup>(d)</sup></b>	<b>5,0</b>	<b>3,0</b>	<b>1,0</b>	<b>2,0</b>	<b>4,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2</b>
<b>Protecció creditors <sup>(e)</sup></b>	<b>1,0</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>	<b>0,0</b>	<b>4,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2</b>

(a) Valors referits a principis dels noranta. Font: OCDE (1997). Per a Espanya, Boletín de la Bolsa de Madrid, agost-setembre, 1998.

(b) Un menys la proporció d'accions en capital flotant; mitjana per a les vint empreses cotitzades més importants. Font: La Porta *et al.* (1997).

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

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

Quan la propietat està concentrada, el funcionament de la junta d'accionistes i del consell d'administració és menys important. Pel que fa al consell d'administració, però, es detecten diferències significatives entre els països. Alemanya té un consell estructurat en dos nivells, un encarregat de la funció de supervisió i l'altre encarregat de la gestió corrent de l'empresa; a l'òrgan de supervisió hi ha representats, a més dels accionistes importants, els treballadors. Al Japó el consell està dominat per interns (directius), sense representació formal dels treballadors, mentre que als Estats Units predomi-

na la presència de consellers externs, que són independents quan no hi ha accionistes significatius. Al Japó, per tant, la funció supervisora del consell està poc desenvolupada.

Els patrons de mecanismes de govern influeixen també en les característiques del sistema legal, en la mesura que determinen la naturalesa dels conflictes entre l'empresa i els inversors o entre els mateixos inversors. Als països on els accionistes significatius ocupen un lloc destacat i són fàcilment identificables, el legislador sembla abstenir-se de regular i d'intervenir en el funcionament societari, pensant probablement que n'hi ha prou amb delegar decisions concretes (per exemple, pel que fa a les dimensions i la composició del consell) als accionistes propietaris. Igualment, un mercat de capitals estret i poc líquid influeix perquè el legislador es desentengui de la informació generada pel mercat. En canvi, amb accionariat dispers i més poder efectiu en mans dels directius, el dret societari tendirà a ser més prolix en la protecció dels drets dels inversors i exigirà més responsabilitats a l'equip directiu.

Un altre aspecte destacat de l'evidència empírica és que els perfils que adopten els mecanismes de govern tendeixen a agrupar-se per països i no tant per empreses. És a dir, hi ha menys variabilitat entre patrons de govern dins d'un mateix país que entre països. Això suggereix que hi ha elements de l'entorn institucional que influeixen en la configuració dels patrons de govern i que, a més a més, els atributs d'aquests patrons són complementaris entre si. Així, per exemple, es diu que als països on la llei protegeix menys el petit accionista es produirà necessàriament una major concentració accionarial, ja que els costos d'agència d'una estructura dispersa són molt alts. L'elevada concentració fomenta l'estabilitat i el compromís i comporta una menor liquiditat del mercat de capitals. A més a més, la visibilitat dels accionistes significatius facilita que sorgeixin relacions de confiança capaces de sostenir contractes implícits.

Igualment, una regulació contrària a les relacions a llarg termini entre bancs i empreses i a la participació accionarial creuada entre empreses, com passa als Estats Units, fa que l'estructura accionarial estigui més dispersa i que es necessiti un mercat de capitals més líquid, que permeti utilitzar l'opció de sortida com a mecanisme de defensa del petit accionista; això facilita l'operativa del mercat de control, ja que la sortida de molts accionistes fa cau-

re el preu de l'acció i estimula la formació de majories de control que intervenen per substituir l'equip directiu corrent. L'anonimat dels propietaris dificulta les relacions i la confiança, de manera que s'ha de confiar més en els contractes explícits de mercat i/o en la integració vertical com a protecció enfront de l'oportunisme.

Espanya és un país amb un mercat borsari relativament poc desenvolupat. Els titulars de les accions de les empreses cotitzades pertanyen majoritàriament al sector no financer, i destaca l'alta proporció que representen els titulars estrangers. El patró de titularitat espanyol (quadre 2.3) s'apropa molt al dels països del seu entorn (França, Itàlia i, fins i tot, Alemanya) i es distància del dels països anglosaxons.<sup>(3)</sup>

### Control «des de fora» versus control «des de dins»

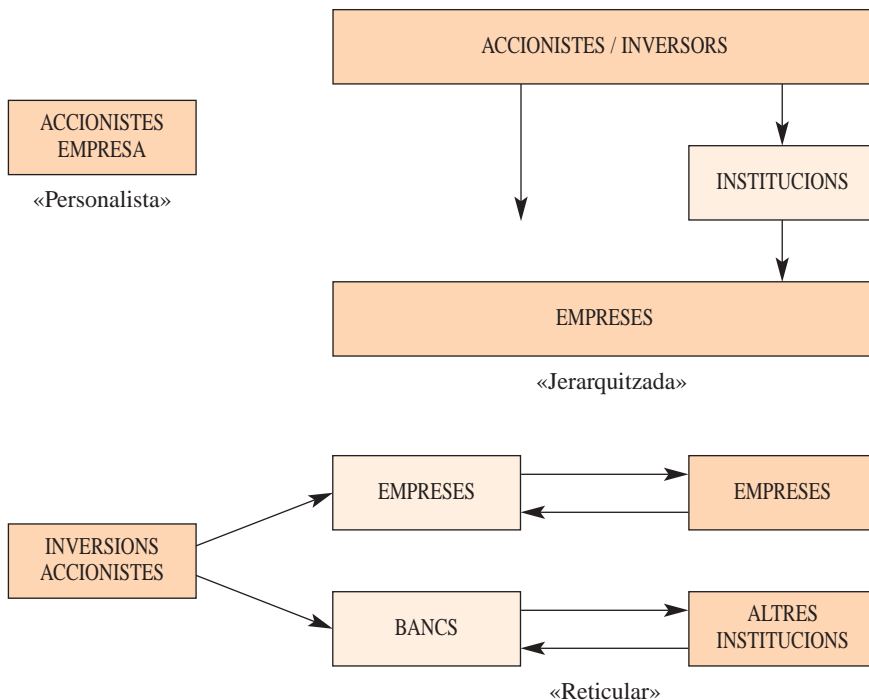
Una de les característiques que més discriminen els patrons de govern observats als diferents països és la presència generalitzada o no de participacions accionaries creuades entre empreses o, en altres termes, la major o menor presència de grups empresarials. El *keiretsu* japonès ha estat utilitzat com a paradigma de grup empresarial. L'existència de grups significa que el sector empreses de l'economia es controla a si mateix (control «des de dins»), enfront de la situació on són les persones i les institucions del mercat de capitals els titulars de les accions, i el sector empresarial se sotmet a un control «des de fora».

El gràfic 2.1 esquematitza tres models de relacions entre el sector empresarial i el sector no empresarial de l'economia, els quals impliquen, al seu torn, tres formes de propietat i de control. El quadre 2.4 mostra la comparació entre els tres models de relacions.

El tipus «personalista» exemplifica una estreta coincidència entre la propietat i la gestió de l'empresa, de manera que, a vegades, ni tan sols és possible separar empresa i empresari-propietari. El tipus «jerarquitzat» sepa-

(3) En la lectura del quadre 2.3 s'ha de tenir en compte que els valors d'Espanya s'obtenen per mitjà d'una metodologia i d'una font diferents a les de la resta de països. D'altra banda, quan es comparen les dades del 1992 amb les del 1997, segons la mateixa font espanyola, s'observa una disminució important en l'Estat (5,6% el 1997) i un augment en individus (28,7% el 1997) i en inversió col·lectiva (7,6% el 1997).

## ESTRUCTURES DE PROPIETAT I CONTROL QUE RESULTEN DE LA DISTINCIÓ ENTRE CONTROL «DES DE DINS» I CONTROL «DES DE FORA»



Font: Adaptat de Franks i Mayer (1997).

ra l'empresa dels seus propietaris, accionistes individuals i institucionals, i també unes empreses de les altres. El tipus «reticular» distingeix entre empresa (utilització dels recursos) i propietaris de recursos, però hi ha una estructura de relacions contractuals creuades, explícites i implícites, que dificulta la delimitació de les empreses.

La comparació entre les tipologies de propietat-control té en compte com es resol cadascun dels problemes d'assumpció de riscos econòmics (exògens) i de control sobre l'ús eficient dels recursos invertits (risc moral, endògen). De l'observació del quadre es desprenen algunes reflexions generals. En

## COMPARACIÓ DE TIPOLOGIES DE PROPIETAT-CONTROL

Tipologia d'estructures de propietat-control	Assumpció de riscos	Control sobre decisions
Personalista	Diversificació de les inversions i el patrimoni personal	Autocontrol
Jerarquitzada	Repartiment de la propietat del capital entre persones i institucions	Competència mercat de productes i de control empresarial («sortida»)
Reticular	Compartir els recursos de l'acció col·lectiva. Diversificar inversions (bancs)	Supervisió i tutela mútua; contractes implícits, confiança («veu»)

primer lloc, hi ha un cert conflicte entre l'estructura de propietat que permet resoldre el problema d'assumpció de riscos econòmics i l'estructura idònia per millorar el control sobre l'ús dels recursos: en el primer cas, desitjaríem una estructura accionarial molt dispersa, mentre que el control i tutela sobre l'ús dels recursos demanda una estructura concentrada amb accionistes importants.

En segon lloc, cada estructura presenta avantatges i inconvenients, de manera que no és possible, *a priori*, assenyalar-ne una com a superior a l'altra. És possible que, segons els recursos crítics d'una empresa (tangibles o intangibles) i el seu estat de desenvolupament (fase del cicle vital), un model pugui ser més eficient que un altre, però hi ha importants efectes sistèmics en el sentit que l'estructura de propietat-control està condicionada pel funcionament d'altres institucions, com el mercat de productes i factors (capital financer i treball) i la regulació (restriccions sobre els bancs per prendre participacions accionaries en empreses, protecció d'accionistes minoritaris, etc.).

En tercer lloc, la competència al mercat de productes és un important mecanisme de control sigui quina sigui l'estructura de propietat. Més difícil resulta valorar si l'eficiència exigeix també que la competència sigui intensa



Avantatges	Limitacions	Observacions
Baixos costos d'agència	Escassa capacitat de creixement i d'inversió; actuacions conservadores	Model d'«empresa familiar», tendència a diversificació no relacionada
Flexibilitat; llibertat d'entrada i sortida; innovació	Curt termini; costos de control i inconsistència temporal	Important desenvolupament del mercat de capitals; Estats Units, Regne Unit
Estabilitat i recursos específics; relacions a llarg termini	Concentració de poder; riscos de col·lusió i repartiment de favors	Per a la seva eficiència i control social és imprescindible la competència als mercats finals; Japó, Alemanya

al mercat de propietat i de control empresarial. De fet, aquesta competència podria ser incompatible amb la prioritat als recursos específics que atorga el model «reticular».

Les evidències empíriques mostren clarament que el control «des de dins» caracteritza molt bé el model dominant als països centreeuropeus i al Japó, mentre que el control «des de fora» se centra sobretot als països anglosaxons. Kester (1992) estudia amb deteniment els avantatges i els inconvenients dels grups industrials i aporta evidències sobre la seva implantació en països com el Japó, Alemanya i Suècia. Més recentment, Windolf (1998) documenta la proliferació de participacions accionaries creuades entre empreses i l'intercanvi de consellers entre les grans empreses franceses i alemanyes, i contrasta les seves observacions amb el que succeeix als Estats Units i al Regne Unit. Barca (1996) realitza un estudi similar per a Itàlia.

Windolf (1998) destaca que, a França i a Alemanya, les corporacions més grans i prestigioses estan connectades per mitjà de l'intercanvi de consellers. A França pertanyen a aquest grup empreses com Paribas, Générale des Eaux i UAP, mentre que a Alemanya hi destaquen Allianz, Daimler Benz, Volkswagen i Deutsche Bank. El gràfic 2.2 exemplifica molt bé l'estructura

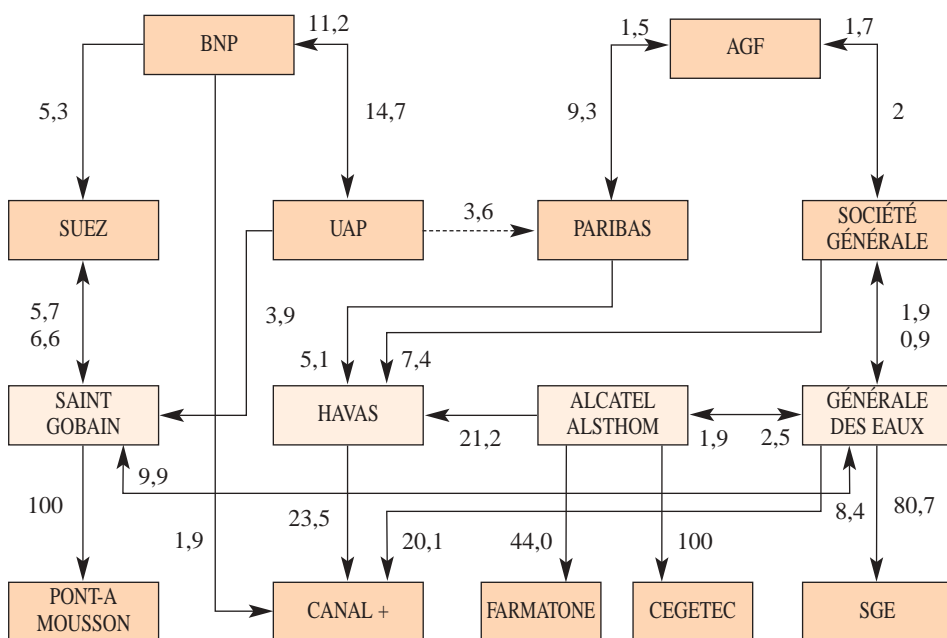
reticular que s'estableix entre algunes importants empreses franceses, la qual, com ho assenyala Windolf, es distancia tant del capitalisme financer anglosaxó com del model d'empresa familiar dominant, per exemple, a França.

És de suposar que a Espanya s'està produint una evolució similar a la francesa, afavorida per les privatitzacions d'empreses públiques. Crespí i García Cestona (1998) estudien les participacions indirectes a les grans empreses espanyoles cotitzades i en posen de manifest la importància.

Gràfic 2.2

### EXEMPLE D'ESTRUCTURA RETICULAR D'EMPRESSES A FRANÇA

Les xifres indiquen participació accionarial en percentatge



Font: Esmentat a Windolf (1998).

## 2.2. Conseqüències de les diferències observades

El fet que models de govern en principi tan dispars s'associïn amb països d'un alt nivell de desenvolupament econòmic suscita la pregunta sobre fins a quin punt el model de govern influeix en l'eficiència econòmica de les empreses i de les economies en el seu conjunt. Vegem algunes reflexions i evidències addicionals sobre aquesta qüestió.

### El govern de l'empresa dins de l'espectre de mecanismes de control

El govern de l'empresa no actua sol, sinó en combinació amb la competència als mercats de productes i amb l'escrutini dels mercats de capitals. El gràfic 2.3 col·loca en perspectiva la importància del bon funcionament del sistema de govern empresarial, segons la situació als altres dos mecanismes esmentats.

Gràfic 2.3

#### ¿QUAN SÓN RELLEVANTS LES DIFERÈNCIES EN EL SISTEMA DE GOVERN?

Kaplan (1997)

		Competència al mercat de productes	
		Alta	Baixa
Creixement de la demanda	Alt / Canviant	Poc rellevant	Regular
	Baix	Regular	Molt rellevants

Les diferències en el govern de l'empresa tendeixen a determinar menys l'eficiència quan la supervivència de l'empresa és difícil si no es maximitzen els beneficis econòmics, la qual cosa exigeix minimitzar també els costos de producció. Això succeirà quan el mercat de productes sigui altament competitiu i no es rebin subsidis externs, ja que llavors la supervivència de l'empresa depèn íntegrament de la seva capacitat per produir al mínim cost el que demanda el client.

En segon lloc, les diferències en el sistema de govern són menys rellevants quan les empreses operen en mercats on la demanda creix i el fort ritme inversor exigeix més fons financers que els que l'empresa genera internament. Per aconseguir aquests fons, serà necessari anar als mercats de capitals externs, els quals, si funcionen correctament, només proporcionaran els fons demanats quan es presentin oportunitats d'inversió prou rendibles. En altres termes, el mercat de capitals negarà l'accés als fons externs als sistemes de govern ineficaços.

Les diferències en el sistema de govern determinaran l'eficiència empresarial quan les empreses operin en mercats madurs o en mercats poc competitius, que els permeten subsistir durant llargs períodes de temps decidint discrecionalment sobre grans quantitats de recursos financers generats internament. Si tenim en compte l'experiència recent, els diferents models de govern han mostrat les seves limitacions a l'hora d'evitar el malbaratament de recursos quan les restriccions financeres i la competència ocasionen unes condicions laxes per a les empreses.

En efecte, Michael Jensen (1988) s'ha referit a les ineficàcies derivades d'una tresoreria excessiva en sectors madurs amb escasses oportunitats d'inversió, com els costos d'agència dels *cash-flow* lliures. Segons el seu parer, els equips directius de les empreses nord-americanes van utilitzar la generosa tresoreria acumulada durant els anys seixanta per dur a terme una diversificació accelerada i un excés d'inversió, més enllà del que maximitzava la riquesa dels accionistes. Les operacions de presa de control durant els anys vuitanta s'expliquen, segons Jensen, com una reacció contra la sobreinversió anterior, el desmantellament dels conglomerats i la reducció de capacitat; en definitiva, es tracta d'un retorn a l'hegemonia dels interessos dels accionistes.

Amb posterioritat, la història sembla repetir-se al Japó. Karl Kester (1991) adverteix que el gran èxit de les empreses japoneses als mercats de productes de tot el món, la retenció de gran part dels *cash-flow* generats i l'escassetat d'oportunitats rendibles d'inversió en els seus negocis nuclears, van atorgar a aquestes empreses una notable folgança financera que va dur a la sobreinversió. A Espanya, Giner i Salas (1997) també troben evidències a favor de la hipòtesi de sobreinversió entre les empreses que van cotitzar en borsa durant el període 1965-1989.

En un treball més recent sobre les empreses del Regne Unit, Nickell *et al.* (1997) contrasten explícitament la hipòtesi de substituïbilitat entre els mecanismes de govern pròpiament dits i la competència als mercats de productes. Segons els seus resultats, l'impacte de la competència en el creixement de la productivitat és menor entre les empreses que tenen un nivell més elevat d'endeutament i/o tenen un accionista significatiu, de manera que l'evidència apunta a favor de la hipòtesi de substituïbilitat.

### **Govern de l'empresa, finançament i creixement**

Una de les conseqüències esperades de les diferències entre els models de govern empresarial és la forma utilitzada per les empreses a l'hora de finançar les seves inversions. No obstant això, els primers treballs empírics que pretenen confirmar aquesta previsió obtenen resultats contraris als esperats. Segons el quadre 2.5, per exemple, les empreses, sigui quin sigui el país a què pertanyen, recorren a l'autofinançament com a principal font de finançament de les seves inversions. Només el Japó sembla utilitzar una mica més que la resta de països el finançament bancari, mentre que les empreses dels Estats Units utilitzen més que la resta el mercat de deute. Aquest primer resultat sembla reforçar la tesi que manté que el govern de l'empresa amb prou feines influeix sobre les decisions reals.

L'evidència del quadre 2.5 limita la mostra de països als d'un nivell de desenvolupament econòmic similar i inclou només informació agregada per al conjunt de l'economia. Recentment, proliferen els treballs que amplien de forma considerable la mostra de països i que desagreguen per sectors i per tipus d'inversió per respondre amb més precisió l'interrogant sobre la

influència o no del sistema financer i del model de govern associat sobre el creixement econòmic a llarg termini dels països. En aquest sentit, King i Levine (1993) i Levine i Zervos (1998) troben una associació positiva entre el nivell de desenvolupament dels mercats de capitals (sistema financer en conjunt) i el creixement a llarg termini dels països, tot i que els resultats no permeten discernir si l'associació reflecteix una relació de causalitat i, en aquest cas, quin és el sentit d'aquesta causalitat.

Quadre 2.5

### FONTS DE FINANÇAMENT EMPRESARIAL

Fons monetaris en proporció a la inversió en actius fixos; mitjana període 1970-1994; Espanya, 1983-1995

	Alemanya	Japó	Regne Unit	Estats Units	Espanya
Autofinançament	80,3	69,9	93,3	96,1	87,2
Finançament bancari	10,8	26,8	14,6	11,1	7,4
Bons	-1,4	3,9	4,2	15,4	0,8
Ampliació capital	0,2	3,5	-4,6	-7,6	9
Proveïdors	-1,1	-5,1	-0,9	-2,4	-
Transferències capital	8,1	-	1,7	-	12,3
Altres	0,2	1	-	-4,4	-0,5
Ajustament estadístic	3,2	-	-8,4	-8,2	16,1

Font: Corbett i Jenkinson (1996) i Rosell (1997).

Rajan i Zingales (1998) tracten de resoldre aquests dubtes explicant el creixement dels diferents sectors d'activitat en funció de la seva dependència del finançament extern i del desenvolupament del mercat financer a cada país. La hipòtesi de Rajan i Zingales és que si un major desenvolupament del mercat de capitals significa també una major eficàcia en la superació dels problemes d'informació asimètrica que afecten la relació entre els inversors i les empreses, llavors les indústries que depenen més del finançament extern per aconseguir prou fons amb els quals finançar les seves inversions creixeran més als països on els mercats de capitals estiguin més desenvolupats, ja que obtindran fons a un cost inferior. Els resultats empírics confirmen la hipòtesi.

El treball de Carlin i Mayer (1998) continua i amplia el de Rajan i Zingales per tenir en compte la naturalesa de les inversions (capital físic, R+D i capital humà) i per distingir entre desenvolupament del mercat de capitals no mitjançat i del mercat de capitals mitjançat (importància relativa del crèdit bancari). Els seus resultats indiquen que la presència de bancs i una propietat concentrada tendeixen a produir resultats més positius (estimulen la inversió i el creixement) quan els països es troben en estadis inicials del seu desenvolupament i quan les inversions requereixen una estreta supervisió i control (indústries que inverteixen en capital físic i humà). En canvi, el mercat borsari i la propietat dispersa es mostren més efectius en economies més desenvolupades i en indústries on hi ha una considerable incertesa tecnològica (es realitza una major inversió en R+D).

### 2.3. L'origen de les diferències en sistemes financers i de govern

La investigació econòmica més recent està arribant a la conclusió que el sistema financer i de govern empresarial pot tenir conseqüències per a l'eficiència econòmica i el creixement a llarg termini dels països. Per aquest motiu, té una especial importància conèixer quin és el possible origen de les diferències observades. Roe (1990, 1994) argumenta que les diferències entre models de govern en països com Alemanya, el Japó i els Estats Units tenen un origen eminentment regulador i legal i que, per tant, no es pot afirmar que s'hagi arribat a la situació actual després d'un procés de selecció natural en què les millors pràctiques i models s'imposen als pitjors. Recentment, la investigació més completa i rigorosa sobre els determinants reguladors i legals de les diferències en models financers i de govern és la realitzada per La Porta, López de Silanes, Shleifer i Vishny (1997).

La investigació avalua la normativa reguladora i legal en 49 països amb un grau de desenvolupament molt divers per determinar fins a quin punt aquestes normes protegeixen més o menys els inversors financers enfront dels riscos d'expropiació per part de directius i de treballadors. Per a això, es té en compte l'origen de la norma legal, la qualitat de la norma i l'obligatorietat efectiva en el seu compliment. Amb posterioritat, relacionen aquests indica-

dors amb el desenvolupament del mercat de capitals (empreses cotitzades, capitalització borsària, deute privat més bons) i troben una associació positiva entre els dos grups de variables.

La Porta *et al.* (1997) identifiquen quatre orígens diferents de la norma legal: anglès, francès, alemany i escandinau. El primer correspon al *common law*, és a dir, les lleis les fan els jutges i amb posterioritat s'incorporen als codis. El dret francès, alemany i escandinau, en canvi, recolza en el dret romà i sorgeix en gran part de normes dictades per experts i legisladors. Amb els indicadors seleccionats, el dret francès, al qual pertany Espanya, és el que pitjor protegeix els inversors, tant accionistes com creditors, i el que pitjor garanteix el compliment i l'aplicació de les normes legals. Per tant, conclouen, en aquests països, pel que fa al desenvolupament econòmic, el mercat de capitals presentarà un baix desenvolupament i les empreses tindran una estructura de propietat més concentrada.

La investigació, per tant, suggereix un cert *trade-off* entre la protecció legal dels interessos dels inversors enfront del risc de veure's expropiats pels qui controlen l'empresa i la presència d'inversors importants que concentren una part molt significativa dels fons financers necessaris. En aquest sentit, en països com els Estats Units i el Regne Unit, on la protecció legal dels inversors és més intensa, la presència de grans inversors és menor, la propietat de les accions està més repartida entre petits inversors i les grans empreses emeten deute al mercat de capitals. L'Europa continental i el Japó, en canvi, depenen menys de la protecció legal dels inversors, però es detecta una major presència de grans inversors i bancs. Fora d'aquests països més desenvolupats, la propietat està molt concentrada en famílies i bancs; és aquí on la protecció dels inversors és menor.

## 2.4. ¿Convergència entre sistemes?

Tal com s'ha posat de manifest a l'apartat anterior, la propietat i el govern de les empreses difereixen entre països amb un nivell de desenvolupament econòmic similar i entre països amb un nivell de desenvolupament diferent. Les preguntes pertinents són: ¿podem esperar que es produeixi un procés de convergència entre sistemes, com a mínim entre els països amb



un nivell de desenvolupament similar?; ¿cap a quin model és previsible que es produeixi aquesta convergència? Les respostes a aquestes preguntes no són fàcils i les investigacions a les quals hem fet referència a l'apartat anterior ajuden poc a precisar-les, perquè no contempen l'evolució del marc legal i la consegüent resposta de models de govern en el temps. Per aquest motiu, en aquest apartat ens limitarem a exposar alguns dels arguments, a vegades especulatiu, sobre la possible convergència.<sup>(4)</sup>

## Les condicions per a la convergència

Els qui auguren la convergència entre els sistemes de govern basen la seva argumentació en les premisses següents: a) la convergència sorgeix de les pressions que empenyen totes les institucions cap a l'eficiència; b) hi ha forces homogeneïtzadores a nivell mundial que exerceixen aquestes pressions.

La competència empeny les empreses i les economies nacionals perquè adoptin les regles i les estructures corporatives més eficients. Els països que fracassin en l'adopció de les millors estructures de propietat i de govern s'endarreriran en el seu desenvolupament. Les empreses que no s'adaptin veuran reduir els seus beneficis i perdran l'accés als mercats de capitals. Els països que no proporcionin a les seves empreses un entorn legal eficient i efectiu veuran com les empreses emigren cap a altres països. La globalització dels mercats de productes i de capitals incorpora les forces que pressionen perquè totes les empreses es preocupin d'aconseguir la màxima eficiència.

Un altre factor que cal considerar és el caràcter universal de certes formes d'organització econòmica. Totes les grans empreses tenen unes característiques semblants: necessiten aconseguir capital, escollir l'equip directiu i transmetre la informació rellevant a tots els elements decisoris clau dins de l'organització. Aquests imperatius organitzatius comportaran una certa semblança estructural fins i tot quan els actors dins de cada sistema de govern no

(4) El panel sobre «Mercat de Capitals i Govern de les Empreses» a *Moneda y Crédito*, núm. 206 (1998), inclou els arguments d'O. Fanjul i V. Salas i G. de la Dehesa sobre la convergència en els models de govern empresarial.

competeixin de forma conscient amb els de la resta. La necessitat de dotar-se d'estructures i de funcions bàsiques farà la impressió que els sistemes han arribat a una convergència parcial, ja que la naturalesa de les empreses que operen a gran escala requereix que les funcions essencials es duguin a terme de forma més efectiva.

Si hi ha una millor pràctica per realitzar una funció bàsica, les empreses i/o els països que no l'adoptin fracassaran. Quan una determinada pràctica sigui identificada com a superior, les empreses competitives l'adoptaran, els codis de bones pràctiques la recomanaran o, en última instància, les normes la imposaran. Les empreses menys reeixides tendiran a imitar les més reeixides. Les multinacionals traslladaran els diferents sistemes de govern a través de les fronteres dels estats. Alguna imitació tindrà lloc a nivell d'empresa, una altra per mitjà de normes reguladores (per exemple, estàndards comptables) i una altra formarà part de les recomanacions dels informes que sobre determinats països realitzen organismes supranacionals com, per exemple, l'OCDE. La convergència competitiva actuarà més ràpidament en economies més liberalitzades i amb menys barreres al comerç.

La globalització dels mercats financers també té una gran influència. Aquesta globalització permetrà que les empreses, en particular les més grans, accedeixin al capital sense veure's sotmeses als requisits reguladors nacionals. En canvi, les empreses hauran de complir les normes dels mercats internacionals si desitgen accedir al capital necessari. Tan bon punt ho facin, les normes domèstiques perdran rellevància i els règims de regulació financera tendiran a convergir. Una vegada hagin convergit les normes, també ho faran els mecanismes de govern corporatiu.

En aquest escenari, els inversors financers transnacionals tenen les seves pròpies referències sobre el sistema de govern i tractaran en la mesura que sigui possible que s'implantin al lloc on col·loquin les seves inversions. Durant els últims anys, la inversió transnacional tendeix a afavorir la convergència cap a patrons de govern nord-americans, ja que els inversors internacionals que més activament han impulsat iniciatives de govern corporatiu procedeixen dels Estats Units. Paral·lelament, les empreses que no troben als seus països mercats de capitals prou desenvolupats per col·locar les emissions de títols financers que necessiten recorren als d'altres països, generalment al

Regne Unit i als Estats Units. Això les obliga a adoptar les normes de comptabilitat i de govern que demanen els inversors dels països on es financen.

## Els obstacles a la convergència

Tot i que les pressions per a la convergència entre sistemes de govern són intenses, hi ha raons per pensar en obstacles a la seva realització efectiva.<sup>(5)</sup>

En primer lloc, tot i que les normes legals no són l'únic determinant de les estructures de govern, sí que són un dels determinants crítics. Recordem, per exemple, els resultats de La Porta *et al.* sobre la influència de les normes legals en el desenvolupament dels mercats financers. El canvi de les normes legals correspon al sistema polític, el qual haurà de posar en marxa canvis en les institucions que assignen els drets de propietat. Els països difereixen en el punt de partida relatiu a aquestes institucions, inclòs el major o menor control de l'Estat sobre l'activitat econòmica exercint drets de propietat. La convergència exigeix l'estandarització dels drets de control polític sobre les empreses i, tot i que les recents onades de privatitzacions han representat un pas endavant en aquesta estandarització, s'està encara lluny d'assolir-la. L'existència de tendències homogeneïtzadores als mercats de capitals i de productes, arran de la progressiva globalització, no té paral·lel en el terreny polític, ja que no hi ha un mercat polític global que promogui l'estandarització del control polític sobre les empreses. Un fort deteriorament econòmic pot dur a un canvi polític al país que, al seu torn, transforma les institucions dels drets de propietat, però el procés és lent i a vegades impossible de predir.

En segon lloc, les diferències en el poder polític dels col·lectius d'«interessats» que concorren a l'empresa poden obstruir la convergència. Directius, treballadors, accionistes, inversors institucionals, bancs, etc., no estan igualment organitzats i no exerceixen la mateixa influència sobre el procés polític a tots els països. Qualsevol «model» de govern corporatiu, imitat

(5) Aquesta secció es basa en Bebchuck i Roe (1998) i en Milhaupt (1998). Bebchuck i Roe consideren que l'evolució dels sistemes de govern és un camí dependent i per això la seva convergència serà molt difícil.

de forma conscient o en evolució espontània, xocarà probablement amb les preferències polítiques en conflicte dels diferents grups organitzats als diferents països, abans d'arribar a la meta. Però, fins i tot si s'arriba fins al final, les diferències en el poder negociador d'uns col·lectius i d'uns altres entre països farà molt difícil que el sistema ideal s'hi implanti. En breu, ja que els sistemes de drets de propietat es dissenyen i es mantenen tenint en compte les realitats polítiques a més de l'eficiència econòmica, és d'esperar que la diversitat d'estructures de control perduri en el temps a favor de l'*statu quo*.

En tercer lloc, la convergència en els models de govern es veurà afectada per la relació entre la forma de govern que adopta una empresa i la seva estratègia competitiva. La fase en el cicle vital en què es troba una empresa també condicionarà la idoneïtat d'un sistema de govern. És de preveure que una estructura de propietat més concentrada contribuirà més a l'eficiència en les etapes inicials (naixement) i finals (desinversió) del cicle vital que en la fase intermèdia de fort creixement, quan la dependència de capitals externs per finançar la inversió necessària obligarà l'empresa a sotmetre's a l'escrutini permanent dels mercats financers. Per tant, la presència dins d'un mateix país d'empreses en diferent fase del cicle vital comportarà una necessària heterogeneïtat de formes de govern.

En quart lloc, segons els resultats de la investigació de Carlin i Mayer (1998), l'efectivitat dels diferents patrons-models de govern varia segons l'estadi de desenvolupament de cada país. Allen (1993), per la seva banda, assenyala que la contribució a l'eficiència d'un mercat borsari molt desenvolupat és més gran quan es tracta d'avaluar inversions d'alt risc tecnològic i comercial, ja que, en aquests casos, el mercat supleix la incertesa i permet l'agregació de múltiples valoracions simultànies. El major desenvolupament dels bancs i del finançament intermedi afavoreix, en canvi, el control de les empreses en sectors més madurs i en tecnologies de fabricació complexes. Si això és cert, la divergència serà fins i tot desitjable des del punt de vista de l'eficiència econòmica.

Finalment, cal tenir en compte la diferent importància per a l'eficiència econòmica de la convergència en les finalitats enfront de la convergència en els mitjans. El que és important és aconseguir que cada empresa tingui accés en les millors condicions als recursos que necessita i que utilitzi positi-

vament els que genera internament. Això es pot aconseguir de diferents maneres. Per exemple, la disciplina d'un accionista actiu quan es tracta de reemplaçar un equip directiu incompetent pot ser similar a la que aconsegueix un mercat de control actiu amb propietat accionarial dispersa.

### ***Requadre 2.1. La convergència a la Unió Monetària***

*El Grup Consultiu sobre la Competitivitat, de la Comissió Europea, va emetre un informe sobre els mercats de capitals i la competitivitat a la Unió Monetària, on es plantegen propostes dirigides a impulsar processos de convergència en diversos aspectes que incideixen directament o indirectament en el govern de les empreses. Resumim en aquest requadre algunes de les seves recomanacions més rellevants.*

#### ***Fiscalitat i comptabilitat***

- *Aconseguir una reducció substancial de les diferències nocives en el tractament fiscal de l'estalvi i de la inversió.*
- *Prosseguir l'harmonització de les regles de comptabilitat, declaració i publicitat per les quals es regeixen les empreses europees i els mercats de capitals.*
- *Assolir una major harmonització dels préstecs hipotecaris.*
- *Abolir les diferències en les normatives nacionals sobre fons de pensions i els obstacles a la comercialització transfronterera dels serveis financers al detall.*

#### ***Govern de l'empresa***

- *Desenvolupar les similituds emergents en aproximacions al govern de l'empresa, en especial, com a mínim, en tres àrees importants:*
  - *Aconseguir un codi de bones pràctiques per al govern de les empreses, d'abast europeu.*

– *Definir una normativa bàsica per als Estats membres sobre la propietat pública de l'empresa.*

– *Superar els obstacles proteccionistes a la propietat estrangera establerts pels governs nacionals, sobretot en les privatitzacions.*

• *Complementar els esforços per aconseguir un mercat de treball més flexible amb un marc de cooperació entre treball i capital que afavoreixi la participació dels treballadors en l'empresa a tots els nivells.*

*I en el camí cap aquest objectiu:*

• *Dur a terme exercicis comparatius per esbrinar les millors pràctiques internacionals en matèria de participació dels treballadors en el capital de l'empresa.*

### **Mercats**

• *Orientar la supervisió bancària cap a l'estabilitat per mitjà del reforçament dels efectes disciplinaris dels mercats en lloc de limitar la competència. Una forma d'evitar això és posar fi a la segmentació dels sectors i eliminar barreres a l'entrada.*

• *Garantir que la política de la competència a la Unió Monetària es mantingui a un ritme similar al del desenvolupament dels mercats, inclosos el ràpid canvi tecnològic i la globalització, al mateix temps que, en afrontar les pràctiques o posicions contràries a la competència, no s'impedeix la innovació.*

• *Assegurar a tots els Estats de la Unió dues importants condicions per al funcionament eficient d'una xarxa diversificada i articulada de mercats d'accions:*

– *Supervisió efectiva amb una aplicació rigorosa i transparent d'autoregulació.*

– *La interconnexió de mercats locals i especialitzats per aconseguir un ampli accés a nivell europeu, per estimular l'eficiència i costos de transacció més baixos.*

- *Dur a terme intervencions actives per eliminar la informació privilegiada i augmentar la transparència dels intercanvis d'accions a Europa fins aconseguir els estàndards internacionals més alts.*
- *Estimular el desenvolupament d'una indústria de fons de pensions d'abast europeu, eficient i de categoria mundial.*

## Conclusió

La visió panoràmica dels patrons de propietat-govern dominants als països desenvolupats permet detectar diferències substancials. Com a mínim, tres models clarament diferenciats sorgeixen d'aquesta observació: el model alemany, el model japonès i el model anglosaxó. Ja que els tres models han demostrat la seva efectivitat per aconseguir nivells de vida alts als països on s'han difós, la primera conclusió suggereix que el model dominant de govern empresarial no influeix en l'eficiència econòmica. No obstant això, estudis recents que relacionen el desenvolupament del sistema financer d'un país amb el seu creixement econòmic en mostres més grans de països amb diferents graus de desenvolupament troben evidències a favor de la hipòtesi que el finançament-propietat de les empreses influeix en el creixement econòmic dels països.

L'estat de la qüestió es podria resumir de la següent manera: les diferències en les normes legals que determinen el grau de protecció per als inversors financers influeixen en el desenvolupament del mercat de capitals i en la importància relativa que hi tenen el finançament mitjançant les accions cotitzades en borsa o el finançament per mitjà del deute bancari. El nivell de desenvolupament i la prioritització d'unes fonts de finançament enfront d'unes altres influeixen en els recursos invertits per les empreses (físics, humans o tecnològics), els quals, al seu torn, faciliten el desenvolupament d'unes indústries o sectors enfront d'uns altres. Les diferències en el creixement agregat dels països provenen de les diferències en l'especialització sectorial i de la rapidesa amb què els sectors es desenvolupen, segons es basi el creixement en un tipus de recursos o en uns altres. En aquest context, s'explicaria l'avantatge dels Estats Units enfront d'Alemanya i del Japó en sectors d'alta tecnolo-

gia i d'alt risc tecnològic i comercial, mentre que Alemanya i el Japó acullen empreses amb superioritat competitiva demostrada en sectors amb complexes tecnologies de procés i treballadors directes relativament qualificats.

Constatada la importància dels patrons de propietat-govern, la pregunta següent és saber si hi ha o no tendències cap a la convergència entre els patrons i en quina direcció. En aquest sentit, el text aporta arguments a favor de la convergència i en la direcció del model anglosaxó, però també s'apunten altres elements que fan presagiar que la convergència, si es produeix, serà lenta i en direccions impossibles de predir en aquest moment. Una de les conclusions defensada amb insistència en la literatura és que l'evolució dels sistemes de propietat-govern és un camí dependent (*path dependence*) amb intenses complementaritats entre els atributs del sistema. Més important és crear un entorn legal i normatiu a cada país que proporcioni la flexibilitat necessària perquè cada empresa ajusti el seu model de govern a les exigències de l'estratègia que desitja implantar. En altres termes, és prioritari parar més esment en la convergència a les finalitats que s'esperen del model de govern que als mitjans per assolir-les.

Pel que fa a Espanya, la seva posició en els models dominants sembla més propera al model centreeuropeu que al model anglosaxó, tot i que amb diferències notables (com, per exemple, en la composició del consell d'administració). Els estudis realitzats situen el nostre país en l'òrbita del sistema jurídic d'origen francès, al qual s'atribueix una escassa protecció dels interessos de l'inversor financer, principalment quan es tracta d'un petit accionista. Si, a més a més, hi afegim que, com a mínim fins a principis dels anys noranta, Espanya té la puntuació més baixa dels països de l'OCDE en estàndards comptables, peça bàsica en la protecció dels interessos dels inversors financers, el nostre país ha pogut veure frenat el seu creixement històric per un entorn legal i normatiu poc propici per al desenvolupament dels mercats de capitals. En resum, les evidències aportades en aquest capítol suggereixen la conveniència de parar esment al nostre marc legal i regulador, ja que pot influir en el desenvolupament del mercat de capitals i en la viabilitat de determinades formes de govern empresarial.

Al llarg dels capítols següents tindrem l'oportunitat d'aprofundir el coneixement dels mecanismes de govern empresarial a Espanya, comparativament amb els que s'han imposat en altres països.



## III. Els interessos de directius i treballadors

### Introducció

La perspectiva dominant a la literatura sobre govern de l'empresa centra la seva atenció en el conflicte d'interessos i en les possibles ineficàcies que se'n deriven, entre inversors financers (principalment accionistes) i directius, entre els qui posseeixen la propietat legal sobre els actius de l'empresa i els qui habitualment en controlen l'ús i l'aplicació. En un context ideal, on la informació necessària per fer contractes amb suport legal fos fàcilment disponible per a tots, el conflicte es resoluria per la via del pacte i de la consegüent plasmació contractual, de manera que les ineficàcies desapareixerien. No obstant això, al món real, la situació més corrent és d'incertesa i d'informació asimètrica, condicions que fan possible i probable l'oportunisme pre i post contractual. El contracte haurà de respectar les condicions d'informació existents i, en la majoria dels casos, només s'aconseguiran òptims de segon rang.

Òbviament, el conflicte d'interessos entre els propietaris dels actius i els qui decideixen sobre el seu ús s'eliminaria si la propietat i el poder de decisió recaiguessin en una mateixa persona. Això serà factible si qui té les habilitats necessàries per a una bona gestió de l'empresa té prou riquesa per finançar els actius productius i, al mateix temps, no quedar excessivament exposat al risc. Quan els qui tenen les habilitats directives tenen una riquesa limitada, el finançament necessari per adquirir els actius productius haurà de

ser proporcionat per inversors externs. Sorgeix així l'especialització a la qual es feia esment al paràgraf anterior i, amb ella, la potencial ineficàcia que es farà el possible per minimitzar, ja que repercuteix negativament sobre les contrapartides que s'han de percebre.

Una de les possibles vies per aprofitar els beneficis<sup>(1)</sup> i reduir els costos de l'especialització entre inversors financers i directius, és la del contracte que estableix les contrapartides que rep el directiu a canvi de gestionar en benefici dels inversors propietaris els actius productius de l'empresa. Com a norma general, el contracte buscarà que les contrapartides que rep el directiu es determinin de manera que la maximització de la seva riquesa personal s'arregleri el màxim possible, ateses les condicions d'informació i de preferències, amb la maximització del valor econòmic dels actius que, al seu torn, determinen la riquesa dels inversors financers. L'objectiu d'aquest capítol és estudiar des d'una perspectiva positiva i normativa els contractes dels directius en empreses on estan separats la propietat i el control dels actius productius.<sup>(2)</sup>

En general, els actius de l'empresa s'utilitzen en combinació amb altres recursos productius, principalment treball, de manera que la riquesa que es crea s'ha de repartir entre tots els recursos que contribueixen a crear-la. Els accionistes-inversors contracten un directiu perquè gestioni el procés de producció conjunta i el directiu ha d'estendre uns nous contractes amb la resta de propietaris de recursos, principalment els treballadors. L'eficiència final de la combinació de serveis proporcionats pels treballadors i dels serveis extrets de la resta de recursos de l'empresa dependrà no solament del contracte pel qual es vincula el directiu que interactua directament amb els accionistes, sinó del conjunt de contractes que vinculen amb l'activitat de l'empresa tots els treballadors. Per aquest motiu, el capítol esmentarà també els instruments que contribueixen a alinear els interessos dels treballadors i dels inversors financers en la maximització de la riquesa total.

(1) Entre aquests beneficis s'inclou una millor assignació de riscos que permet reduir el cost del capital i el fet que els directius s'escullen en funció de les seves habilitats i formació i no segons els seus orígens familiars.

(2) Una exposició complementària d'aquest tema es pot veure a Milgrom i Roberts (1992, cap. 13). Murphy (1998) constitueix un excel·lent panorama de l'estat de la qüestió sobre l'economia de la retribució dels alts directius.

### 3.1. Discrecionalitat dels directius i conflicte d'interessos amb els accionistes

Com ja s'ha dit a la introducció, una bona part del debat i de la reflexió sobre l'empresa i el seu govern no existiria si els qui contracten els seus serveis de treball amb els accionistes que aporten capital poguessin subscriure contractes en què les contrapartides mútues es vinculessin inequívocament amb la maximització de la riquesa creada. Els alts costos de transacció impedeixen assolir aquesta situació ideal i els contractes que finalment se subscriuen atorguen a les parts prou discrecionalitat perquè actuïn buscant el seu propi interès particular. L'objectiu d'aquest apartat és avaluar fins a quin punt la discrecionalitat i les preferències dels directius poden entrar en conflicte amb els interessos dels accionistes i fer perillar l'eficiència última de la relació.

Suposem primer que la funció de preferència dels directius inclou la maximització de la seva riquesa i que aquesta riquesa depèn, al seu torn, de les expectatives de renda adequadament corregides pel risc que comporten. Si és així, l'evidència empírica segons la qual els alts directius de les empreses més grans reben un salari ajustat per risc superior al que reben els directius d'empreses més petites porta a la conclusió que un mitjà a disposició dels directius per augmentar la seva riquesa és augmentar les dimensions de les empreses que gestionen. Si en la recerca d'una dimensió més gran l'empresa excedeix el volum que maximitza la riquesa dels accionistes, llavors la discrecionalitat del directiu a l'hora d'influir en les dimensions de l'empresa serà contrària als interessos dels accionistes.

Les preferències per les dimensions (com a font de «poder» o com a mitjà per aconseguir un salari més alt) i la discrecionalitat suficient per influir-hi constitueixen els fonaments de la «teoria managerial» de l'empresa i de les primeres explicacions sobre l'origen de la ineficàcia que origina la separació entre propietat i control (Baumol, 1959; Williamson, 1964). Més recentment, les nombroses i importants desinversions iniciades per les empreses nord-americanes durant els anys vuitanta són esmentades com una evidència que la diversificació no relacionada (conglomerat) en què es van veure involucrades aquestes empreses durant els anys seixanta va superar els

límits que recomanava l'aprofitament òptim de les economies d'escala i d'abast. Aparentment, durant els anys cinquanta i seixanta, la gran empresa nord-americana es va gestionar d'acord amb les preferències i la discrecionalitat dels directius, fet que, a la llarga, va comportar pèrdues de riquesa per als accionistes. Per a alguns, la «revolució dels accionistes» dels anys vuitanta i noranta és una reacció contra l'empresa managerial.

El conflicte entre interessos d'accionistes i directius es manifesta també en les estratègies d'inversió. Habitualment, la retribució que rep el directiu a canvi del seu treball professional és la seva principal font de renda i de riquesa. Per tant, les possibilitats que utilitzi la diversificació del seu patrimoni personal com una forma de reduir l'exposició al risc de la riquesa són limitades. L'alternativa és reduir el risc del seu salari minimitzant el risc de fallida de l'empresa, motiu pel qual adopta estratègies d'inversió molt conservadores. Ja que la riquesa dels accionistes està més diversificada, les alternatives de rendibilitat-risc preferides pel director sacrifiquen massa rendibilitat per reduir risc, en relació amb el que prefereix l'accionista diversificat. Les evidències empíriques que posen de manifest que les estratègies d'inversió dels directius no maximitzen la riquesa dels accionistes són abundants.<sup>(3)</sup>

La tercera via per la qual els directius utilitzen la seva discrecionalitat en contra dels interessos dels accionistes és mitjançant l'autoassignació d'uns salaris excessius (fet que és possible gràcies al seu control efectiu sobre el consell d'administració) o el consum en benefici propi de recursos de l'empresa. El supòsit és, però, complex de provar, ja que la productivitat del treball directiu és difícil d'avaluar i només coneixent-la podríem saber si les retribucions evolucionen o no d'acord amb la productivitat. La retribució dels alts directius ha estat un tema molt controvertit en els últims anys, en especial als Estats Units, on algunes retribucions han superat els 100 milions de dòlars. En aquest mateix país, la mitjana del paquet retributiu dels alts executius (CEO) de les empreses no financeres més grans es va incrementar en un 68%, en termes reals, entre els anys 1983 i 1993, mentre que els salaris de la resta de treballadors romanien estancats en termes reals. Ja el 1989 s'afirmava que, corregint per diferències en paritat de compra, els directius de les

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

empreses nord-americanes perceben una compensació dues vegades superior a la dels directius de les empreses europees i tres vegades superior a la dels directius d'empreses japoneses, tot i que, a canvi d'això, la compensació extrasalarial era menor i assumien un risc més alt, ja que els contractes són menys llargs i suporten uns efectes reputacionals més intensos. En qualsevol cas, cap al final dels vuitanta, el multiplicador del salari d'un directiu al més alt nivell, en relació amb el salari del treballador directe, era, de mitjana, 109 als Estats Units, 35 al Regne Unit i 17 al Japó.

Per justificar aquesta suposadament generosa retribució dels alts directius nord-americanes, s'argumenta que es tracta d'una retribució vinculada als resultats de l'empresa. No obstant això, la sensibilitat de la retribució dels directius als resultats de l'empresa ha estat qüestionada. En efecte, l'evidència assenyalava que la retribució dels directius mostra una escassa relació amb les variacions en el preu de les accions, d'acord amb l'escassa participació dels directius en el capital de les seves empreses (una mitjana del 0,25% i un xifra encara menor a les empreses molt grans).<sup>(4)</sup>

Els directius disposen d'una quarta forma per comportar-se de manera aprofitada: el seu «atrinxerament», que consisteix a prendre decisions explícites amb el propòsit de dificultar l'efectivitat de les ofertes públiques d'adquisició (OPA) com a mecanisme de control. La sobreprotecció s'aconsegueix per diversos camins: augmentar el nivell d'endeutament per fer menys atractiva l'adquisició (Novaes i Zingales, 1995); invertir en projectes que són específics de l'equip directiu actual; adoptar estructures organitzatives que facin que l'equip sigui indispensable; limitar el poder de vot de les accions; introduir píncoles enverinades, etc. La investigació empírica nord-americana ha detectat, en la majoria dels estudis realitzats, que la incorporació de mesures defensives pels administradors repercuteix negativament en el preu de les accions i, per tant, la conclusió final és que adoptar-les va en detriment dels interessos dels accionistes. Així, per exemple, De Angelo i Rice (1983) i Jarrell i Paulsen (1988) mantenen que l'anunci públic d'una modificació estatutària anti OPA, com és exigir majories qualificades per canviar els membres del consell, pot ocasionar rendiments anormals negatius per als accionistes.

(4) La controvèrsia suscitada ha comportat que es limiti a 1 milió de dòlars la retribució dels directius deduïble de la base imposable de l'impost de societats quan la retribució no estigui vinculada als resultats de l'empresa.

Una segona evidència en aquest sentit la proporcionen els estudis que mostren que el mercat paga primes per aconseguir el control de les empreses, primes que no tindrien raó de ser si els directius/accionistes que controlen l'empresa rebessin els mateixos beneficis que els qui no la controlen. Barclay i Holdernees (1992) mostren que, als Estats Units, grans paquets accionarials s'intercanvien a preus superiors als que es paguen posteriorment per accions que intercanvien petits accionistes, la qual cosa suggereix que els compradors de paquets de control obtenen beneficis que no són extensibles a la resta d'accionistes minoritaris. Lease *et al.* (1984), De Angelo i De Angelo (1985) i Zingales (1995) demostren que accions amb beneficis econòmics similars però drets polítics superiors es cotitzen a preus més alts (tot i que les diferències no són excessivament grans). Els premis per drets polítics varien segons els països, diferències que han estat interpretades com una evidència d'ineficàcies en els respectius mecanismes de govern.<sup>(5)</sup>

A Espanya, Eguidazu (1996) constata que el 43% de les empreses cotitzades tenen establertes mesures que busquen la protecció dels accionistes/directius actuals enfront d'operacions que els poden sostreure el control de l'empresa. Álvaro Cuervo (1993) lamenta que la CNMV no s'hagi pronunciat expressament sobre algunes operacions de protecció especialment ostentoses, com la de Telefónica, i mostra la seva opinió contrària a qualsevol mesura que dificulti la transferència normal dels drets de control. No obstant això, Crespi (1996) i González i Fernández (1995), replicant per al cas espanyol els estudis realitzats als Estats Units, no han detectat efectes significatius de cap tipus de la introducció de mesures defensives en els rendiments anormals de les accions.

### 3.2. La retribució dels directius: evidències i discussió

És d'esperar que, enfront d'una eventual actuació dels directius contrària als interessos dels accionistes, els accionistes reaccionin i ofereixin unes contrapartides contractuals que atenuïn en tant que sigui possible els

(5) Levy (1982) mostra que el premi per poder polític és del 45,5% a Israel; Franks i Mayer (1998) analitzen el cas d'Alemanya; Zingales (1994) estima un premi del 82% a Itàlia, xifra que suggereix una alta ineficàcia del sistema de govern empresarial a Itàlia, tot i que no tant com s'ha demostrat a Rússia amb les privatitzacions (Boyco *et al.*, 1993).

efectes negatius per a l'eficiència de la inevitable discrecionalitat dels directius, en especial al més alt nivell. Els contractes entre accionistes i directius no són fàcilment observables. A més a més, en bona part es tractarà de contractes implícits, en què la reputació i la confiança, la preocupació per la carrera professional dels directius i altres consideracions que fomenten l'autocontrol en l'exercici de la discrecionalitat directiva, tindran sens dubte un paper important.

Tot això significa que l'avaluació de la importància que s'atribueix als contractes quan es tracta de resoldre el conflicte d'interessos entre accionistes i directius és difícil de realitzar, de manera que s'ha de limitar al que ha estat possible observar en països, principalment els Estats Units i el Regne Unit, on durant anys s'ha exigít als alts directius de les empreses cotitzades plena transparència sobre el nivell i la composició dels seus paquets retributius. Estudiant la part del contracte explícit que estableix la contrapartida que rep un directiu a canvi dels serveis que presta a l'empresa, és possible inferir en quin grau s'aconsegueix una major o menor correlació entre l'evolució de la riquesa dels accionistes i dels directius i, per tant, es produeix una major o menor alineació entre els interessos dels uns i dels altres.

En aquest apartat, es resumiran algunes de les dades més significatives que s'han publicat sobre la retribució de directius, principalment als Estats Units, país on, com ja s'ha dit, hi ha una informació pública sobre el tema més àmplia. La discussió sobre la retribució de directius pot semblar per aquest motiu parcial, però uns mercats d'habilitats directives cada vegada més globals estan propiciant la convergència en les pràctiques retributives dels directius als diferents països, i les pràctiques retributives als Estats Units lideren la convergència.

### **Nivell i estructura de la retribució de directius: el cas dels Estats Units**

Segons el documentat estudi de Kevin Murphy (1998), la retribució dels equips directius als Estats Units conté quatre components bàsics: salari base, un bonus anual vinculat als resultats comptables, opcions sobre accions de les empreses i plans d'incentius a llarg termini. A més a més, participen de

plans de beneficis extrasalarials complementaris als de la resta de treballadors, com, per exemple, plans de jubilació suplementaris, assegurances de vida, compensacions en cas d'acomiadament abans de l'acabament del contracte (amb una durada mitjana de cinc anys), etc.

El nivell i la composició de la retribució varien en el temps, entre les indústries i segons les dimensions de l'empresa. Així, per exemple, entre els anys 1992 i 1996, la mitjana de la retribució entre els alts executius de les grans empreses nord-americanes es va incrementar en un 55%, des de 2,0 milions de dòlars el 1992 fins a prop de 3,2 milions el 1996. El component retributiu que més ha contribuït a aquest augment és el valor estimat de les opcions sobre les accions de les empreses, que, durant els anys noranta, han substituït el salari base com el component més important de la retribució. Pel que fa a les diferències interindustrials, els nivells retributius més baixos corresponen als directius d'empreses regulades (*public utilities*) i els més elevats als sectors financers. Finalment, l'evidència empírica detecta una inequívoca associació positiva entre nivell retributiu i dimensió de l'empresa.

### **Components de la retribució**

El *salari base* dels alts directius es determina habitualment mitjançant un procés de *benchmarking* competitiu basat en enquestes salarials que cobreixen diversos sectors (llevat de les empreses regulades i financeres, on es tendeix a utilitzar enquestes pròpies).

Les enquestes solen presentar les retribucions dels directius desglossades per nivells de dimensió de l'empresa; a cada classe de dimensió s'indica el nivell salarial corresponent a diferents percentils: 25%, 50% (mitjana), 75%, per exemple. Quan una empresa concreta vol utilitzar l'enquesta per determinar el nivell salarial d'un executiu concret es posa a la seva disposició la relació logarítmica-lineal de salari i dimensió (xifra de vendes, per exemple) estimada per a les empreses que col·laboren en l'elaboració de l'enquesta.

Els directius estan molt pendents de la determinació del salari base, malgrat que tot fa pensar que el salari està perdent importància relativa. Primer, el salari base continua essent un component clau del contracte directiu,



que inclou pujades regulars al llarg del temps. Segon, en tractar-se de la part fixa del salari, els directius poc inclinats al risc preferiran d'una forma natural un mateix increment en la part fixa que en la part variable. Tercer, la major part dels components de la retribució es determinen en relació amb el salari base (bonus, opcions, compensació en cas d'acomiadament, pensions de jubilació, etc.).

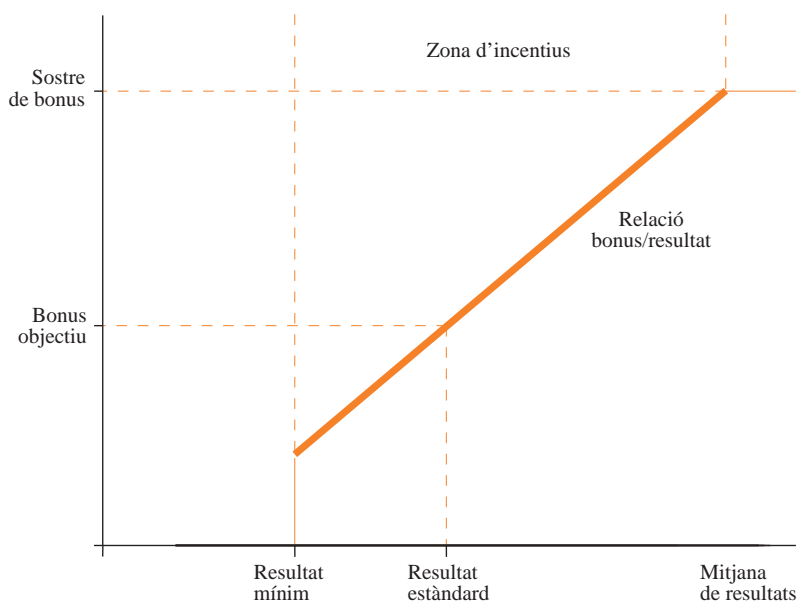
Pel que fa a les grans empreses nord-americanes, pràcticament totes ofereixen un pla de bonus anual vinculat als resultats de l'exercici. Tenint en compte la informació sobre paquets retributius elaborada per una coneguda empresa de consultoria, Towers Perrin, Kevin Murphy (1998) distingeix els plans de bonus oferts per les empreses nord-americanes als seus directius segons tres variables: mesures de resultats, estàndards de resultats i estructura de la relació bonus-resultat.

El pla més freqüent respon a la representació del gràfic 3.1. El directiu no rep cap bonus fins que no s'assoleix un nivell mínim de resultats (generalment expressat en percentatge de l'estàndard de resultats marcat) i, quan s'assoleix aquest nivell mínim, llavors es percep un bonus mínim. El bonus objectiu es rep quan s'assoleix l'estàndard de resultats marcat. El contracte incorpora habitualment un «sostre» en els bonus que es poden percebre (expressat com a percentatge del bonus objectiu). L'interval entre el nivell mínim de resultats i el sostre s'anomena «zona d'incentius», ja que les millores en els resultats ocasionen increments en els bonus percebuts.

Els indicadors de resultats varien sensiblement segons les empreses, tant en el nombre d'indicadors que cal utilitzar (un –per exemple, beneficis– o diversos –beneficis i creixement de les vendes–) com en la seva naturalesa (comptable o borsària, satisfacció dels clients, etc.). No obstant això, pràcticament totes les empreses estudiades utilitzen alguna mesura de resultats comptables: ingressos, benefici net, resultats operatius, valor econòmic afegit (EVA), etc. Les disparitats es repeteixen en l'estàndard de resultats escollit, tot i que el més freqüent és que l'estàndard coincideixi amb l'objectiu marcat per l'empresa per a l'exercici econòmic (per exemple, els beneficis nets pressupostats). Altres possibilitats inclouen utilitzar com a estàndards el creixement interanual, els resultats relatius als que obtenen altres empreses, el cost del capital i els valors discrecionals fixats subjectivament pel consell

## COMPONENTS D'UN PLA ANUAL D'INCENTIUS

Murphy (1998)



d'administració. Pel que fa a l'*estructura de pagaments-resultats*, la més freqüent entre les empreses estudiades és el pla «80/120». Aquest pla estableix que no es rep cap bonus fins que el resultat no superi el 80% del valor estàndard fix, mentre que el sostre en el bonus comença a actuar quan el resultat supera el 120% de l'estàndard.

Les *opcions sobre accions de l'empresa* són contractes en què s'atorga al directiu el dret a comprar accions a un preu i termini prefixats. L'evidència empírica mostra que la majoria de les empreses que concedeixen opcions ho fan amb un termini d'execució de 10 anys i que el preu de compra es fixa al voltant del preu de mercat en el moment d'atorgar-se; les empreses varien segons el temps mínim d'espera que estableix el contracte fins que l'opció es pugui exercitar.

### **Requadre 3.1. Avaluació de l'acompliment**

*El model més ortodox de govern empresarial avalua l'acompliment de l'alta direcció d'acord amb el criteri de creació de valor per a l'accionista. No obstant això, saber quan es crea valor no sempre és fàcil i sovint s'utilitzen indicadors erronis. Vegem, mitjançant una simple il·lustració numèrica com la del quadre adjunt, algunes de les possibles confusions.*

	Període 1		Període 2	
	Supòsit A	Supòsit B	Supòsit A	Supòsit B
Actiu	1.000	1.000	1.100	1.100
Deute	1.000	–	1.100	–
Amortització	50	50	55	55
BAI	100	100	105	105
Despeses financeres	–100	–	–100	–
Benefici comptable	–	100	–5	105
Cash-flow	50	150	50	160
Benefici comptable per acció	–	1,0	–	1,05
CF per acció	–	1,5	–	1,6
Benefici econòmic	–	–	–5	–5

Altres supòsits:

- Cost del deute = 10% = Cost oportunitat fons propis.
- Durant el període 2 es reposa capacitat i s'inverteixen 100 u.m. en un projecte amb rendibilitat del 5%.
- Benefici econòmic = BAI – Cost oportunitat de la inversió.
- Nombre d'accions = 100.

*La regla general de creació de valor és que es posin en marxa projectes d'inversió amb una rendibilitat que superi el cost d'oportunitat de la inversió, és a dir, el que l'inversor financer sacrifica per destinar els seus diners al projecte. Quan no és possible observar els projectes que escullen els directius, la correcta aplicació o no d'aquesta regla pel directiu s'avalua a posteriori, a partir dels estats financers convencionals.*

*Mitjançant la simple il·lustració numèrica es constata la diversitat de conclusions possibles segons l'indicador utilitzat i segons l'estructura financera de l'empresa. Durant el període 1, el benefici comptable oscil·la entre 0 i 100 segons si l'empresa es finança només amb deute (cas extrem) o amb fons propis. Aquesta diferència es trasllada també al cash-flow generat (benefici comptable + amortització). El benefici econòmic, en canvi, és sempre zero i coincideix amb el comptable quan el finançament és íntegrament amb deute. En aquest cas, el cost explícit i el d'oportunitat coincideixen i no hi ha diferència entre benefici comptable i econòmic.*

*Durant el període 2, sota els supòsits contemplats, tenim un benefici comptable negatiu en el supòsit A i un benefici comptable més gran que durant el període 1 en el supòsit B. El benefici econòmic continua essent el mateix en els dos supòsits i el seu valor és negatiu (es destrueix valor), quelcom que ja sabíem que passaria, ja que s'inverteix en un projecte amb rendibilitat inferior al cost del capital. El creixement observat en el benefici comptable per acció (dins del supòsit B) ofereix una apreciació enganyosa de la millora en l'acompliment.*

*La il·lustració deixa clar que el concepte econòmic del benefici és l'indicador que millor mesura la creació o destrucció de valor. A una conclusió similar s'arribaria comparant la rendibilitat de l'actiu amb el cost d'oportunitat del capital. Per exemple, durant el període 2, aquesta rendibilitat és  $BAI/Actiu$ , igual  $105/1100 = 9,54\%$ , menor que el cost d'oportunitat del 10%. En la realitat, el càlcul del benefici econòmic presenta altres complicacions, però creiem que és una orientació que comporta el menor nombre d'errors.*

Com ja s'ha indicat, la utilització d'opcions s'ha generalitzat entre les empreses nord-americanes en els últims anys i el seu valor supera en molts casos el del salari base. La difusió de les opcions s'ha produït al mateix temps que es detecta una reculada en la proporció d'accions en mans dels alts executius de les mateixes empreses. En aquest sentit, Murphy (1998) destaca que, entre les 500 S&P, el percentatge d'accions en mans dels seus CEO ha baixat des del 0,35% el 1987 fins al 0,14% el 1996. No obstant això, arran de l'evolució del mercat, amb fortes i llargues pujades, la valoració borsària d'aquestes accions ha passat de 5,0 milions de dòlars a 6,9 milions de dòlars durant el mateix període.

## Discussió

¿Quines valoracions sorgeixen de l'evidència exposada sobre la retribució dels alts directius a les empreses nord-americanes?

En primer lloc, la utilització generalitzada d'enquestes i de procediments de *benchmarking* per determinar el salari base formalitza i reforça la relació observada entre retribució i dimensions de l'empresa. A més a més, atès que els salaris per sota del percentil 50 s'etiqueten habitualment com «per sota del mercat» i que els que se situen entre els percentils 50 i 75 són considerats competitius, les enquestes contribueixen a augments successius en el salari mitjà, per apropar-se al nivell competitiu (efecte *ratchet* o trinquet). Una crítica important al procediment utilitzat per determinar el salari base és que les enquestes no ajusten les diferències salarials atribuïbles a factors que, des de l'anàlisi econòmica, es consideren rellevants per predir el nivell retributiu, com ara l'edat, l'experiència, l'educació i els resultats. Seria desitjable, per tant, que el salari base s'ajustés per tenir en compte explícitament les habilitats directives requerides, la complexitat de les tasques que s'han d'exercir, el tram de control..., ja que les dimensions de l'empresa són, en el millor dels casos, una aproximació imperfecta a aquestes variables potencialment importants.

En segon lloc, l'objectiu últim dels bonus anuals és proporcionar incentius per aconseguir més beneficis, però tal com estan dissenyats plantegen dubtes sobre la seva eficàcia. Com ja s'ha dit, el principal determinant

dels bonus són els beneficis comptables. La informació comptable és verificable i àmpliament compresa, i compleix la condició que, des de la pràctica de la fixació d'incentius, es demana amb insistència: els directius comprenen i poden veure com les seves actuacions quotidianes afecten els beneficis de l'empresa. No obstant això, els beneficis comptables estan inherentment vinculats a accions passades i reflecteixen els resultats a curt termini; per tant, si els directius es fixen només en els beneficis comptables, poden emprendre accions que milloren el benefici corrent, però a costa de perjudicar els beneficis futurs (per exemple, retallar les despeses en R+D). A més a més, els beneficis comptables són manipulables, sia mitjançant ajustaments discrecionals, sia per mitjà de «desplaçar» ingressos i costos d'uns exercicis a uns altres.

Els estàndards de resultats causen problemes quan els qui s'avaluen estan en condicions d'influir en el procés de la seva determinació. Els estàndards fixats a partir de pressupostos o de resultats del període anterior són susceptibles d'estar influïts per decisions conscients dels directius (per exemple, rebaixant els nivells de resultats corrents quan se sap que serviran de referència per fixar estàndards futurs), de manera que poden afectar negativament l'efectivitat última del sistema d'incentius. En canvi, els estàndards atemporals (com el cost del capital) o els que es fixen en relació amb resultats de la indústria o d'un grup aliè d'empreses són susceptibles d'una menor manipulació i, per tant, ofereixen avantatges en aquest sentit.

L'estret rang de la zona de resultats que representa l'anomenada «zona d'incentius» (gràfic 3.1) i les no linealitats del típic pla d'incentius són també font potencial d'ineficàcies.<sup>(6)</sup> Així, per exemple, si els resultats fins a una data determinada permeten anticipar que al final de l'exercici s'assolirà un resultat a la zona on actua el sostre de bonus, els directius tindran incentius per frenar els seus esforços i per «inventariar» beneficis perquè aflorin durant el següent exercici. De la mateixa manera, si els resultats esperats al final de l'exercici se situen per sota de l'estàndard mínim, el directiu tendirà a relaxar els seus esforços. Finalment, si el resultat s'apropa a la zona d'incentius, la discontinuïtat en el pagament de bonus farà que s'estimulin les accions (crea-

(6) Holmstrom i Milgrom (1987) demostren formalment les condicions que justifiquen la linealitat en la funció òptima d'incentius.

tives i afectives) encaminades a aconseguir el resultat que dóna dret a rebre un bonus positiu. En altres termes, la funció de retribució té un pendent d'infinít en el punt de resultat mínim i de zero en el punt on comença el sostre.

En tercer lloc, les opcions sobre accions de l'empresa proporcionen una relació directa entre la retribució dels directius i la revaloració en el preu de l'acció, ja que la contrapartida d'exercitar l'opció augmenta amb l'increment en el preu de l'acció. No obstant això, les opcions no reproduïxen els mateixos incentius que la propietat d'accions de l'empresa. En efecte, les opcions premien només la revaloració de les accions i no la seva rendibilitat total, que inclou també el pagament de dividends. Per tant, si no es corregeix en el contracte proporcionant la contrapartida monetària equivalent de dividends quan s'executa l'opció, els directius en possessió d'opcions tendiran a preferir la reinversió de beneficis al pagament de dividends. D'altra banda, atès que el valor de les opcions augmenta amb la volatilitat del preu de les accions, els directius amb opcions trobaran més atractius els projectes d'alt risc. Finalment, les opcions perden poder com a incentius quan el preu de l'acció baixa molt per sota del preu d'exercici de l'opció i el directiu percep com a molt improbable que arribi a ser executada.

Una qüestió especialment rellevant en les opcions és el mètode utilitzat per valorar-les. La fórmula més freqüent és la de Black i Scholes (1973), però aquesta fórmula està basada en la premissa que els inversors poden cobrir els seus riscos i, per tant, l'opció es valora com si els tenidors de l'opció fossin neutrals al risc. Quan el tenidor de l'opció és el directiu d'una empresa, aquesta hipòtesi no es compleix, fet que provoca, entre altres coses, una diferència important entre el valor que té l'opció per al directiu que la rep i el cost per a l'accionista que l'atorga.

Totes aquestes consideracions han fet sorgir dubtes sobre la lògica econòmica de l'explosió en l'ús d'opcions per retribuir els alts directius de les empreses nord-americanes, fins al punt que hi ha un cert consens en explicar aquesta explosió des del punt de vista polític (es respon a les crítiques generalitzades durant els anys vuitanta sobre la poca relació existent entre els resultats de les empreses i la retribució dels directius de les empreses nord-americanes), tècnic (la forma com es determina el nombre d'opcions quan el mercat borsari marca preus a l'alça) i psicològic (els directius accepten més

fàcilment les opcions quan el mercat de capitals manté una base alcista durant un llarg període de temps).<sup>(7)</sup>

### **¿Quina és, en definitiva, la relació entre retribució dels directius i riquesa dels accionistes?**

L'interès per l'estudi de la retribució dels directius radica en conèixer fins a quin punt és d'esperar una associació estreta entre les variacions de la riquesa dels directius i la variació en la riquesa dels accionistes, ja que, si la riquesa dels accionistes és alta, llavors es pot parlar d'alineació d'interessos i d'ús eficient de la discrecionalitat directiva.

La riquesa dels directius està *explícitament* vinculada a l'objectiu dels accionistes: crear riquesa per mitjà d'un valor més alt de les accions i de la tinença d'accions i d'opcions. *Implícitament*, la riquesa del directiu es vincula al preu de les accions mitjançant els bonus en funció dels beneficis comptables (ja que hi ha, al seu torn, una correlació entre beneficis comptables i preu de les accions) i l'ajustament any a any dels nivells salarials, bonus estàndard, etc. Murphy (1998) presenta una estimació precisa i detallada de la relació entre variació de la riquesa dels directius i variació de la riquesa dels accionistes a les empreses nord-americanes. Les conclusions es poden resumir en els següents punts.

En primer lloc, la sensibilitat de la retribució dels directius als resultats obtinguts (variació de la riquesa dels directius) és deguda, sobretot, als efectes explícits (opcions i accions). Per exemple, el 95% de la sensibilitat estimada per a les empreses manufactureres el 1996 reflecteix opcions i accions. En segon lloc, la sensibilitat varia segons les indústries i és especialment baixa per a les empreses regulades. En tercer lloc, la sensibilitat de la retribució als resultats s'incrementa al llarg del període 1992-1996, arran, gairebé exclusivament, del comportament de les opcions.

Pel que fa a la relació entre sensibilitat i dimensions de l'empresa, el seu valor és clarament de signe negatiu. El 1996 la mitjana de la sensibilitat de la retribució als resultats va ser de 4,36 dòlars de variació en la retribució

(7) Yermack (1995) analitza els determinants del pagament amb opcions i conclou que es relacionen molt poc amb els postulats de la teoria dels contractes òptims.



del directiu per 1.000 dòlars de variació en la riquesa dels accionistes, per a les empreses més grans de l'S&P 500, i de 7,69 dòlars per 1.000 per a les més petites. Per a mostres d'empreses més petites, la mitjana de sensibilitat estimada puja fins a 28,23 dòlars per 1.000 dòlars de variació de riquesa de l'accionista.

Murphy clou l'anàlisi assenyalant que, el 1996, la mitjana de la riquesa dels accionistes es va situar al voltant del 0,6% per al conjunt d'empreses S&P 500. Aquesta xifra és gairebé el doble del 0,325% estimat per Jensen i Murphy (1990) per al període 1970-1988. Tot i l'increment, la distància entre els interessos dels accionistes i els interessos dels directius s'ha de qualificar com de molt gran, ja que, per cada 10 milions de dòlars de «consum» que el directiu realitza de béns de l'empresa (noves oficines, viatges, etc.), el cost efectiu per al directiu és només de 60.000 dòlars (és a dir, una mica més d'una setmana de salari si tenim en compte que la mitjana de salari és de 3,2 milions de dòlars).

### **Avaluació normativa**

La baixa sensibilitat de la retribució dels directius a les variacions en la riquesa dels accionistes suggereix que el sistema d'incentius dissenyat mitjançant el contracte retributiu és de «baix poder» i, per aquest motiu, no es pot esperar que la discrecionalitat directiva s'utilitzi en benefici dels accionistes. Aquesta constatació suggereix dues explicacions d'abast molt diferent: a) els directius controlen realment el procés de fixació de les retribucions i, per això, escullen una retribució que s'ajusta a les seves preferències i no a les necessitats dels accionistes; b) el poder dels incentius és necessàriament baix, ateses les recomanacions normatives derivades dels contractes òptims de segon rang.

La primera explicació ha estat suggerida àmpliament a la literatura,<sup>(8)</sup> fins al punt que els codis de bones pràctiques de govern recomanen que el consell d'administració es doti d'una comissió de retribució i nomenament del director general, previsiblement amb el propòsit d'impedir o, com a

(8) Vegeu Main *et al.* (1995), Newman i Mozes (1997). No obstant això, Anderson (1997) mostra evidències contràries al supòsit que els directius influeixen al seu favor en el procés de fixació de les seves retribucions.

mínim, minimitzar la influència del director general en la determinació del seu paquet retributiu.<sup>(9)</sup>

Per pronunciar-se sobre la segona explicació, és necessari disposar d'un model normatiu de referència, com, per exemple, el que sorgeix de la teoria de l'agència.<sup>(10)</sup> En termes generals, aquest model recomana que la relació entre retribució i resultats ha de ser menor que 1 per tenir en compte l'aversion al risc que se li suposa al directiu. Això implica, al seu torn, que el contracte òptim de segon rang representarà sempre alguna pèrdua d'eficiència en relació amb el de primer rang, si fos factible, pèrdua que, en termes relatius, augmenta a mesura que l'associació entre retribució del directiu i riquesa dels accionistes disminueix.

La teoria de l'agència prediu també que la sensibilitat de la retribució del directiu al resultat de l'accionista, en l'òptim, augmenta amb la productivitat de les decisions del directiu i disminueix amb el seu grau d'aversion al risc, amb el nivell de risc de la variable de resultats i amb el cost marginal d'extreure esforç del directiu. Per tant, la sensibilitat de la retribució al resultat serà necessàriament baixa si, per exemple, per a una productivitat donada, el risc i l'aversion dels directius són relativament elevats. En aquest sentit, Haubrich (1994) demostra que les estimacions de Jensen i Murphy (1990), tot i mostrar una molt baixa sensibilitat de la retribució als resultats, podrien ser correctes des de la perspectiva d'un contracte d'agència òptim tenint en compte el grau d'aversion al risc esperat per a la majoria dels directius.

D'acord amb el model que seguim en aquesta reflexió, la sensibilitat de la retribució als resultats ha de variar segons les empreses en funció dels valors respectius de les variables que intervenen en la determinació de la sensibilitat òptima; Garen (1994) confirma que, efectivament, això és així per a la mostra d'empreses amb què realitzen el seu estudi Jensen i Murphy (1990).

(9) La CNMV proporciona un detall pormenoritzat de la composició i del funcionament recomanats per a la comissió de retribució o nomenament del màxim directiu, dins del consell d'administració, que respon a l'esperit de l'Informe Olivencia.

(10) Les referències sobre la teoria de l'agència són molt àmplies. Hart i Holmstrom (1987) proporcionen un excel·lent resum en el context de la teoria general dels contractes. Milgrom i Roberts (1992, cap. 7) presenten una exposició molt assequible dels fonaments de la teoria aplicada al disseny de contractes d'incentius.

En segon lloc, la teoria recomana algunes orientacions que s'han de seguir per apropar-nos al contracte òptim: contribueix a l'eficiència incorporar al contracte variables que redueixin el risc de la mesura de resultats i variables informatives sobre l'esforç i/o la qualitat de les decisions preses pel directiu, que influeixen en la riquesa dels accionistes. Així, per exemple, les primeres variables podrien incloure els resultats d'altres empreses que incorporen fonts de variabilitat comunes i generen el que s'anomena avaluació relativa de resultats.<sup>(11)</sup> La segona recomanació podria justificar la utilització de variables de resultats comptables i de variables de resultats de mercat en la retribució dels directius. El seguiment d'aquestes recomanacions estaria supeditat a la consideració també del cost d'obtenir les variables addicionals que s'incorporen a la funció de retribució i a les possibilitats que ofereixen de ser manipulades pels directius.<sup>(12)</sup>

La teoria normativa sobre contractes ens diu que un contracte amb incentius de baix poder per al directiu serà moltes vegades òptim, ateses les condicions d'informació i de preferències sota les quals s'ha de redactar aquest contracte. Però això no impedeix reconèixer que els «costos d'agència» resultants d'un contracte d'incentius de baix poder poden ser extraordinàriament alts. El corollari final de tot això ha de ser que el nivell i la composició de la retribució directiva són insuficients per aconseguir l'alineació desitjada entre els interessos dels directius i els interessos dels accionistes. En altres termes, es necessiten altres mecanismes de govern complementaris, com, per exemple, l'amenaça que uns pobres resultats poden comportar la destitució de l'equip directiu, sia per iniciativa del consell d'administració actual, sia per un altre de nou que sorgeixi després d'una operació de presa de control. La pèrdua del lloc de treball per mala gestió manifesta repercutirà molt negativament en la carrera professional del directiu i, atesa aquesta expectativa, caldrà suposar-li el màxim esforç en evitar que l'empresa entri en serioses dificultats per uns pobres resultats econòmics. El capítol dedicat al consell d'administració mostra evidències de la rotació de consellers en funció dels resultats de l'empresa, la qual és extensible als equips directius.

(11) Per exemple, l'avaluació contempla l'evolució de la rendibilitat de l'empresa en termes relatius a l'evolució de la rendibilitat mitjana del sector on es troba, o simplement la rendibilitat de referència és la del conjunt del mercat.

(12) Les evidències empíriques assenyalen que, a la pràctica, l'avaluació relativa és poc usual, tot i els aparents avantatges que ofereix. Es desconeix realment per què és així.

Reconèixer que la discrecionalitat directiva es pot veure afectada per altres vies, a més de la derivada del contracte retributiu, fa sorgir la pregunta sobre la importància relativa de cadascú. No obstant això, així com és fàcil trobar l'evidència documental de les conseqüències negatives per a l'empresa d'un paquet retributiu dels seus gerents mal dissenyat, l'evidència directa que, en augmentar el poder dels incentius, augmenta el preu de les accions és molt escassa,<sup>(13)</sup> de manera que, pel que sabem fins ara, aquesta importància relativa no es pot determinar.

### La retribució de directius a Espanya

L'estudi de la retribució dels directius a Espanya està seriosament limitat per la manca d'informació pública. Contràriament al que passa als Estats Units i al Regne Unit, entre d'altres països, a Espanya les empreses no estan obligades a informar sobre la retribució detallada dels seus alts directius; l'exigència legal es limita a la informació pública sobre la retribució global del consell d'administració. La referència al cas espanyol vindrà limitada

Quadre 3.1

#### RETRIBUCIÓ DELS DIRECTIUS A ESPANYA (1997)

En milers de pessetes

Vendes empresa (milions de ptes.)	Director general	Director de personal	Director financer administratiu	Director comercial	Director de producció
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

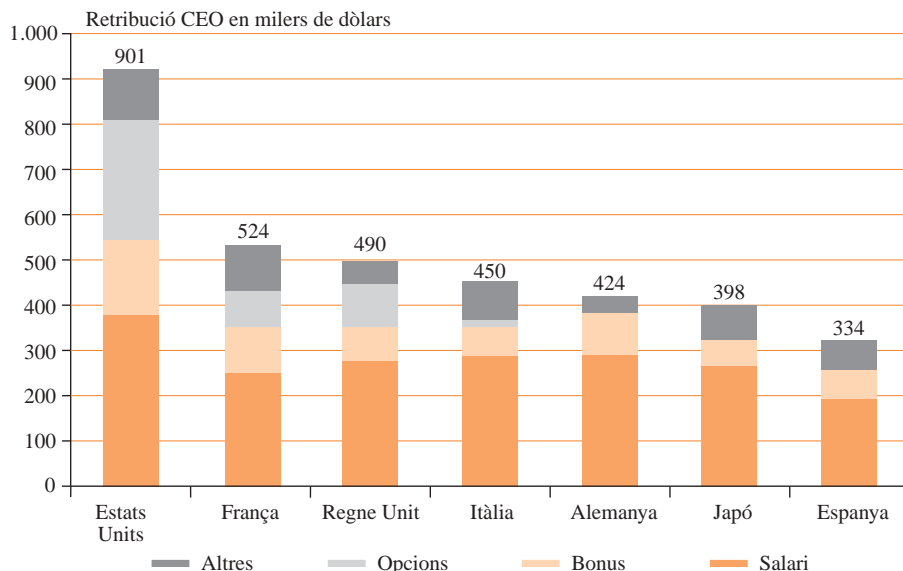
Font: *El País*, 9-11-1997, segons dades facilitades per CEINSA.

(13) Brickley *et al.* (1985) documenten un rendiment anormal del 2,5% en la rendibilitat dels accionistes quan les empreses introdueixen retribucions basades en accions de l'empresa per als seus màxims executius. Yermack (1997) també mostra que els preus de les accions augmenten quan s'anuncia la introducció d'opcions en el paquet retributiu dels directius. No obstant això, Yermack suggereix que aquesta evidència reflecteix la pressió dels directius perquè se'ls pagui amb opcions quan, per la seva informació privilegiada, saben que el preu de les accions pujarà en el futur immediat.

per la informació disponible, concretada en la que proporcionen les empreses especialitzades en realitzar les enquestes de retribucions i el *benchmarking* corresponent.

Gràfic 3.2

### COMPARACIÓ INTERNA DE NIVELLS I ESTRUCTURES RETRIBUTIVES DE CEO EL 1997



Font: Murphy (1998), segons dades de Towers Perrin.

El gràfic 3.2 mostra la retribució competitiva d'una mostra d'alts directius d'empreses espanyoles i la seva composició, comparades amb les dels directius en altres països desenvolupats, segons dades de la consultora Towers Perrin. La retribució competitiva dels CEO espanyols està per sota de la que reben els CEO d'altres països del seu entorn, com, per exemple, els del França, Alemanya i Itàlia. Les xifres es refereixen al salari representatiu d'una empresa industrial amb unes vendes equivalents a 250 milions de dòlars/any, tot i que no s'ajusten per diferències en paritat de poder de compra. L'observació del gràfic permet comprovar que la retribució dels directius als Estats Units és el doble de la retribució a altres països desenvolupats, tot

i que les diferències més marcades es produeixen en la part variable de la retribució, és a dir, el salari base és molt més semblant entre els diferents països. Els directius amb més pes de la part variable reben una retribució competitiva total també superior.<sup>(14)</sup>

A Espanya la retribució en opcions sobre accions de l'empresa està pràcticament absent, segons les dades de Towers Perrin. Quelcom similar passa a Alemanya, al Japó i a Itàlia, mentre que a França i al Regne Unit les opcions representen una part significativa de la retribució total, tot i que inferior a la que representen en la retribució dels directius als Estats Units.<sup>(15)</sup>

### **Retribució i dimensions de l'empresa**

La informació disponible permet corroborar per al cas espanyol la relació positiva entre la retribució dels directius i les dimensions de l'empresa, igual que passa en el cas nord-americà (quadre 3.1). El director general membre del consell d'administració percep, el 1997, una retribució mitjana de 17,1 milions a l'any si les vendes de l'empresa són de 1.000 milions i una retribució de 30,7 milions si les vendes anuals són de 30.000 milions. La relació positiva entre dimensions i retribució es detecta també en els directors responsables de les àrees funcionals. Ortín (1996) i Ortín i Salas (1997) analitzen amb més detall la relació entre la retribució dels directius (CEO) i les dimensions de l'empresa i calculen l'elasticitat entre retribució (salari més bonus) i dimensions (vendes) de l'empresa, per a una mostra de 650 CEO. L'elasticitat estimada, positiva i significativa, va ser del 12%, és a dir, diferències en el 100% de la xifra de vendes entre dues empreses generaran diferències del 12% en la retribució dels seus màxims directius. L'elasticitat del 12% és pràcticament la meitat de l'estimada en altres països, en especial als Estats Units, on la majoria dels estudis mostren elasticitats del 25% (Rosen, 1992).

(14) Això és d'esperar si tenim en compte que, per a algú amb aversió al risc, el més rellevant en avaluar un paquet retributiu no és la retribució esperada, sinó el seu equivalent cert. Aquest equivalent cert disminueix amb la variabilitat de la retribució i amb el grau d'aversió al risc, de manera que serà necessària una retribució total esperada més gran per aconseguir un mateix equivalent cert, com més alta sigui la variabilitat ex ante de la retribució.

(15) En aquest capítol no ens ocupem amb detall de les pràctiques retributives dels directius a Alemanya i al Japó perquè la documentació disponible és molt escassa.

## INCREMENTS RETRIBUTIUS MITJANS SOBRE EL NIVELL JERÀRQUIC INTERIOR

En percentatges

	Producció	Màrqueting	Administració	Total
Director general	46,0	28,4	45,0	40,0
Director de divisió	15,0	12,0	18,0	15,0
Director funcional	44,0	40,0	44,0	43,0
Director de departament	25,0	22,0	19,5	22,0
Director de secció	25,0	20,0	21,0	21,0

Font: Ortín i Salas (1998), amb dades d'ICSA.

### Mercats directius interns

Els estímuls a l'eficiència als quals estan sotmesos els directius de les empreses no solament provenen de la retribució corrent i del grau en què la retribució es vinculi a l'acompliment del càrrec. Probablement és més important l'expectativa de millorar la retribució futura accedint a nous llocs de treball més ben retribuïts. L'evidència empírica posa de manifest que la retribució dels directius creix en augmentar el nivell jeràrquic que s'ocupa dins de l'organització, mentre que, des de la teoria dels mercats interns de treball, s'argumenta que les diferències retributives obeeixen en part a l'interès de l'empresa per crear un torneig o una competició entre els directius que ocupen un nivell jeràrquic en la seva disputa dels llocs del nivell jeràrquic superior.<sup>(16)</sup>

Per comprendre els incentius sota els quals actua un directiu de l'empresa quan exerceix la seva tasca, caldrà tenir en compte l'estructura de premis que li ofereix la carrera laboral. Això és vàlid també per al màxim directiu per un doble motiu. Primer, perquè entre les seves expectatives de promoció hi haurà ocupar un lloc d'alt nivell en una altra empresa més gran que el retribuirà més generosament. Segon, perquè la presència de directius en el nivell jeràrquic inferior disputant-se el lloc jeràrquic superior, en el

(16) Una revisió actualitzada de les teories de mercats interns de treball i la seva relació amb les pràctiques retributives es pot trobar a Lazear (1995).

supòsit que quedés vacant per algun motiu, representarà una competència efectiva per al director general.

L'evidència disponible a Espanya ha permès estimar l'increment mitjà en retribució (salari més bonus) que rep un directiu en incrementar el nivell jeràrquic que ocupa dins de l'organització (quadre 3.2). De mitjana, el director general, màxim executiu, rep una retribució superior en un 40% a la que rep l'immediat inferior, el director de divisió, el qual, quan és present en l'organigrama de l'empresa, obté al seu torn un 15% més de retribució que el director funcional corresponent, el qual també rep un 43% més de compensació que el directiu en el nivell jeràrquic immediatament inferior. Entre els nivells quart i cinquè i cinquè i sisè, les diferències retributives se situen en poc més del 22%. Aplicant aquests increments successius, el director general d'una empresa obté, de mitjana, una retribució 3,5 vegades superior a la d'un directiu del sisè nivell jeràrquic, prou diferència per tenir-la en compte quan s'avaluen els incentius a l'eficiència presents en les actuacions dels directius.

### **La composició de les retribucions**

Les enquestes sobre retribució de directius inclouen informació sobre el tipus de contracte que vincula els directius a l'empresa. A partir d'aquesta informació, és possible conèixer la importància de la retribució variable en la retribució dels directius espanyols (quadre 3.3). Com es pot comprovar, més de la meitat dels alts directius van rebre algun tipus de retribució variable el 1992, retribució variable que representa el 20% de la retribució total, de mitjana, entre els alts directius amb un contracte que la contempla. Llevat de màrqueting, tant la proporció de directius que reben retribució variable com la importància de la retribució disminueixen en baixar de nivell jeràrquic.

Les xifres de retribució variable (bonus) presentades en el quadre 3.3 estan en línia amb les que es mostren a partir de les dades més recents, que indiquen una proporció del 19% de retribució variable en la retribució dels alts directius del primer nivell i del 13% en els de tercer nivell jeràrquic.<sup>(17)</sup> Al mateix temps, contrasten amb les que s'observen entre els directius de les empreses als Estats Units, on la retribució variable assoleix fàcilment el 50%

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



de la retribució total. Hi ha indicis que apunten cap a una creixent proliferació de fórmules de retribució variable entre les empreses espanyoles, en particular el previsible ús de les opcions sobre accions, però no estan documentades.

Quadre 3.3

### UTILITZACIÓ DE BONUS EN LA RETRIBUCIÓ DE DIRECTIUS A ESPANYA (1992)

Director general	52,4 / 20			
Director de divisió	47,7 / 18			
	Producció	Màrqueting	Personal	Finances
Director d'àrea funcional	39,5 / 14	53,4 / 19	39,5 / 13	40,6 / 15
Director de departament	29,3 / 12	62,1 / 20	32,4 / 11	33,1 / 12

Nota: La primera xifra representa el percentatge de directius a cada nivell i àrea que rep bonus. La segona xifra és la proporció que representen els bonus sobre la retribució total per als directius amb bonus positius.

Font: Ortín i Salas (1998), amb dades d'ICSA.

### Altres consideracions

L'evidència empírica presentada suggereix que la retribució dels alts directius entre les empreses espanyoles està feblement vinculada a la riquesa dels accionistes, tot i que no existeix, que nosaltres sapiguem, un estudi similar al de Jensen i Murphy (1990) que hagi verificat aquesta vinculació. Si creiem que el contracte retributiu és un mecanisme eficaç per alinear els interessos d'accionistes i directius, a Espanya hi ha clares oportunitats per avançar per aquest camí.

Al mateix temps, per valorar de forma adequada els resultats exposats, caldrà tenir en compte també l'estructura de propietat dominant entre les empreses espanyoles, comparada amb la que predomina entre les empreses anglosaxones, amb un accionariat molt més dispers. La concentració accionarial es reflecteix en la participació accionarial representada al consell d'administració, que supera, de mitjana, més del 40% del capital entre les empreses cotitzades i sota control familiar (vegeu capítol IV). Aquesta xifra se situa molt per damunt del 0,6% que representa la variació de la retribució dels alts directius de les empreses nord-americanes en variar la riquesa dels seus accionistes i, tot i que no és el mateix el conjunt del consell que el màxim

### ***Requadre 3.2. ¿Què s'entén per gestió excel·lent?***

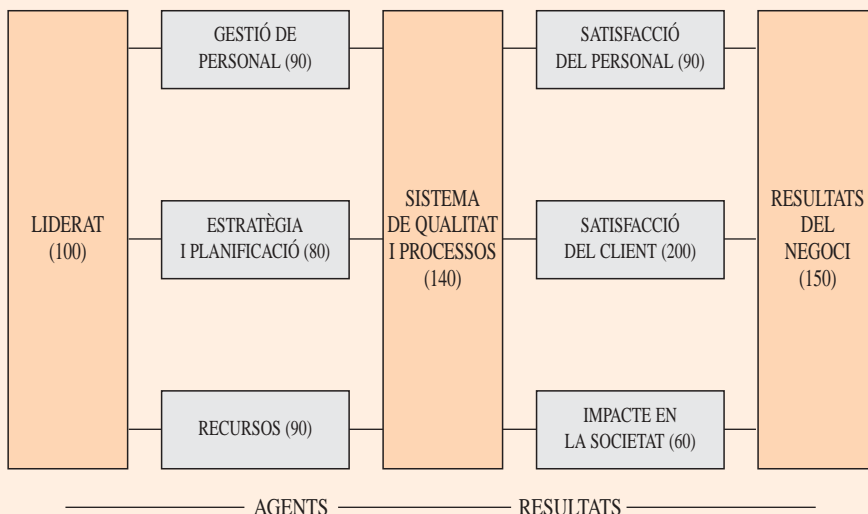
*La visió de l'empresa com una forma d'acció col·lectiva que té com a missió maximitzar la riquesa dels accionistes supedita qualsevol indicador o mesura de la qualitat de gestió als resultats dels titulars de les accions.*

*No obstant això, en els últims anys s'han popularitzat en l'anàlisi professional de la gestió els indicadors d'«excel·lència empresarial», que, tot i que reconeixen la importància dels resultats estrictament financers de l'activitat empresarial, formen part d'una mesura de performance multidimensional que recorda una perspectiva d'«interessats» (stakeholders). Ens referim, per exemple, a l'excel·lència empresarial que es propugna des del model Baldrige als Estats Units o des del model de l'European Foundation for Quality Management (EFQM) a Europa.*

*L'esquema següent resumeix les dimensions que proposa l'EFQM quan es tracta d'avaluar la qualitat de la gestió d'una empresa. En total es proposen nou indicadors, agrupats en dues grans categories, «agents» i «resultats»; cada indicador s'avalua en una escala entre zero i u i es pondera d'acord amb els punts que es mostren a cada casella. L'empresa assoleix la màxima qualitat quan aconsegueix 1.000 punts.*

*La proposta de l'EFQM ha estat definida com «filosofia» o model de gestió, però, en quantificar els indicadors proposats i donar una puntuació total, suggereix que la gestió de l'empresa excel·lent requereix maximitzar la suma ponderada dels resultats aconseguits en cada criteri. ¿S'està proposant una nova funció objectiu per a l'empresa? ¿Com motivem els equips directius perquè prenguin les decisions d'acord amb la nova funció? ¿És compatible amb la de maximitzar la riquesa de l'accionista? La popularitat que estan adquirint models com el de l'EFQM requereix aprofundir aquestes qüestions.*

## MODEL EUROPEU D'EXCEL·LÈNCIA EMPRESARIAL (EFQM)



directiu, els incentius del consell per supervisar la tasca del directiu seran, sens dubte, molt forts.<sup>(18)</sup>

És cert també que les privatitzacions d'antics monopolis públics ha incrementat la presència al mercat espanyol d'empreses amb un accionariat més dispers, en què la representació accionarial al consell se situa força per sota del 40% esmentat. Aquestes empreses seran, en principi, les més susceptibles de beneficiar-se d'estructures retributives que impliquin més sensibilitat de la retribució dels directius a canvis en la riquesa dels accionistes i de la posada en marxa de les comissions de retribució i nomenaments que proposa el recentment elaborat codi de bones pràctiques.

(18) Fernández *et al.* (1998) estimen en un 8% la participació accionarial mitjana dels alts directius en el capital de les empreses que cotitzen, percentatge que assegura una sensibilitat de les seves retribucions a canvi en el valor de les accions molt superior al que s'estima per a les grans empreses nord-americanes.

### 3.3. La integració dels interessos dels treballadors

L'exposició precedent s'ha ocupat de l'alineació entre els interessos dels directius i els interessos dels accionistes com a inversors financers, dins de l'objectiu últim d'optimitzar les oportunitats de crear riquesa. La pregunta que ens fem ara és fins a quin punt el govern de l'empresa ha de parar esment també al problema d'alinejar els interessos dels treballadors amb l'objectiu últim de maximitzar l'eficiència econòmica.

En el model més convencional d'empresa que inspira l'estudi dels problemes de govern, l'únic treballador amb discrecionalitat en les decisions dins del contracte que el vincula a l'empresa és el directiu. Previsiblement, la resta de treballadors estan subjectes a contractes que no permeten la capacitat d'iniciativa, llevat de la decisió de continuar o no dins de l'empresa. Si escullen romandre-hi, o bé el contracte estableix totes les contrapartides i, per tant, en acceptar-lo, és de suposar que el treballador té perfectament protegits els seus drets, o bé el contracte és incomplet, però correspon al contractant o al seu delegat (el directiu) decidir què fer segons les contingències que es vagin presentant; per què accepta el treballador aquest contracte és ara més difícil d'explicar, tot i que no tant si acceptar-lo representa mantenir intactes les opcions de sortida.

Dins de l'escenari descrit, els problemes de contractació s'han formulat en termes de com es protegeix l'empresari/directiu de l'oportunisme del treballador en un entorn caracteritzat per la informació asimètrica, sia del tipus selecció adversa (l'empresari no coneix l'habilitat-productivitat del treballador en el moment del contracte), sia del tipus de risc moral (l'empresari, una vegada contractat el treballador, té dificultats per discernir si les seves accions i el seu acompliment s'adeqüen amb el que s'ha pactat al contracte). Resoldre aquests problemes és competència de la gestió de recursos humans dins de l'empresa.

Hi ha altres situacions en què els treballadors són vulnerables a les decisions dels empresaris/directius i en les quals la relació s'inverteix, ja que els treballadors desitjarien alguna protecció enfront del risc que assumeixen en acceptar el contracte. Es tracta, per exemple, de situacions en què els treba-

lladors realitzen inversions en capital humà específic i l'opció d'abandonar la relació contractual no assegura prou protecció de les quasirendes corresponents. Si la relació laboral es regula amb un contracte incomplet en què l'empresari/directiu té tots els drets residuals de decisió, les quasirendes són susceptibles d'expropiació i, davant d'aquesta eventualitat, la inversió específica no es realitzarà.

Durant els últims anys (influïdes pel reconeixement de la inversió en capital humà específica com una de les principals fonts d'avantatge competitiu de les empreses japoneses), les empreses de molts sectors i països han fomentat la inversió en capital humà específic com una font d'avantatge competitiu sostingut o, en altres termes, aquesta inversió s'ha vist com una font de creació de riquesa de la qual també els inversors financers es podran beneficiar. Paral·lelament, les condicions tecnològiques i competitives, i probablement les preferències de les persones, han canviat, de manera que s'aconsegueixen guanys potencials de productivitat i d'efectivitat (encerts en la identificació i la satisfacció de les necessitats dels clients), tot concedint una major capacitat d'iniciativa i de decisió als treballadors a tots els nivells, és a dir, desplaçant poder de decisió cap als nivells inferiors.<sup>(19)</sup>

En aquest entorn, sorgeixen problemes nous i s'intensifiquen els ja existents: ¿com s'estimulen les inversions específiques, en particular les que tenen a veure amb el capital humà?; ¿com s'alineen els interessos dels treballadors amb l'objectiu d'eficiència econòmica en una organització interna molt més descentralitzada? La resposta genèrica es resumeix en els termes «participació dels treballadors en l'empresa». Vegem algunes concrecions sobre el significat i l'abast d'aquesta participació.

### La participació del treballador en l'empresa

A l'efecte de la present exposició, la participació del treballador s'identifica com un punt en un pla amb dues coordenades, una que representa la participació en el govern de l'empresa i l'altra que representa la participació en els beneficis. La «participació en el govern» significa que el treballador té drets polítics similars als que atorga la possessió d'accions, si bé

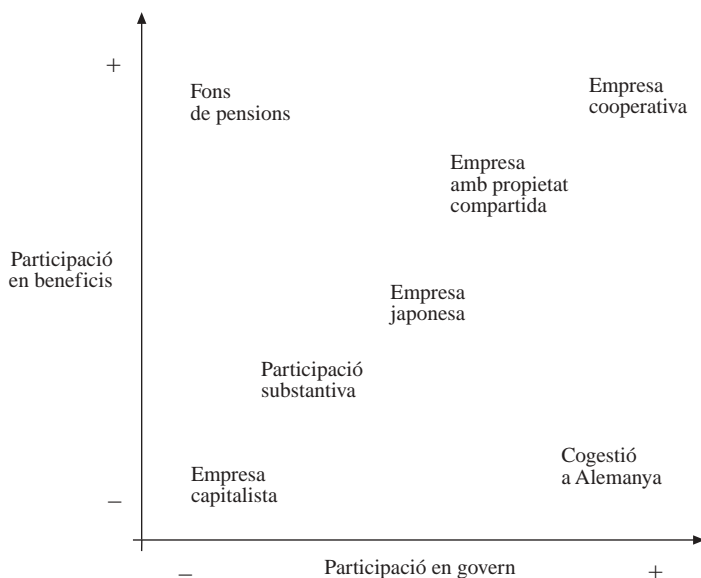
(19) Vegeu, a tall d'exemple, Salas (1998), Snower (1998) i Wruck i Jensen (1997).

poden ser d'origen diferent, com el reconeixement legal atorgat a Alemanya per estar representat al consell d'administració. La «participació en el benefici» significa incorporar els treballadors a la categoria expressa de titulars de drets sobre la renda residual, dret que atorga la titularitat d'accions, però que també s'adquireix per altres mitjans, com, per exemple, si la retribució contempla una part variable vinculada als beneficis de l'empresa.

Diferents nivells de participació en el govern s'associen a diferents nivells de participació en els beneficis i ocasionen així múltiples formes de participació del treballador, cada una de les quals és més o menys efectiva a l'hora de resoldre els problemes plantejats segons la intensitat amb què es presenten i segons les condicions econòmiques i institucionals sota les quals es desenvolupa l'empresa. Això no és gaire diferent del reconeixement de l'empresa societària com una forma organitzativa en evolució i que permet moltes variants: més o menys poder efectiu dels directius, major o menor concentració accionarial, etc.

Gràfic 3.3

### MAPA DE FORMES DE PARTICIPACIÓ DEL TREBALLADOR EN L'EMPRESA



El gràfic 3.3 mostra, en les dues dimensions proposades, diferents modalitats conegudes de participació del treballador en l'empresa. En general, s'aprecia una evolució de les formes al llarg de la diagonal, la qual cosa significa que la participació en el govern va unida a la participació en el benefici. No obstant això, hi ha dues formes de participació que s'allunyen d'aquesta diagonal: la dels fons de pensions i la de la cogestió a Alemanya. Els fons de pensions converteixen els treballadors en titulars d'accions de moltes empreses i n'hi ha alguns, com CALPERS, amb un paper rellevant com a accionista actiu. Són els gestors dels fons, però, els qui poden exercir d'accionistes actius (o persones en les quals deleguin), mentre que els beneficiaris últims dels retorns dels fons, els treballadors que han de cobrar les pensions, tindran dificultats i pocs incentius per influir en els gestors sobre com exercir d'accionistes actius. En segon lloc, els treballadors titulars del fons no són treballadors de les empreses en què inverteix el fons (per exemple, CALPERS és dels empleats públics de Califòrnia). Per això el situem en un punt que representa una alta participació en els beneficis (tot i que referits al conjunt de les empreses), però baixa en el govern.

Tot el contrari es pot dir de la cogestió alemanya, en què els treballadors no tenen una participació significativa en els beneficis, ja que la seva retribució és fonamentalment fixa, i no tenen participacions en el capital, però la seva influència en el govern és en principi alta per mitjà de la representació paritària al consell. Al Japó, en canvi, es reconeix als treballadors una influència efectiva en el govern de l'empresa, sense estar representats directament al consell i, a més a més, una notable participació en els beneficis mitjançant els plans de retribució variable i la participació en el capital de l'empresa.<sup>(20)</sup>

La participació substantiva<sup>(21)</sup> recull les innovacions organitzatives que donen una autonomia important als treballadors en qüestions que afecten el seu lloc de treball i l'entorn més immediat (cercles de qualitat, millora contí-

(20) Jones i Kato (1995) indiquen que el 1980 el 80% de les empreses japoneses cotitzades tenien en marxa plans de participació dels empleats en el capital de les empreses.

(21) El terme està tret de Levine i D'Andrea Tyson (1990). Aquests autors distingeixen entre participació informativa (la direcció de l'empresa consulta als treballadors algunes qüestions sobre el seu treball), participació substantiva (el treballador té autonomia en el seu entorn de treball) i participació representativa (el treballador forma part dels òrgans de govern). Els autors insisteixen en el fet que l'efectivitat de la participació en les decisions requereix la participació en els beneficis.

nua, grups autònoms de treball, etc.), al mateix temps que s'estableixen mecanismes per repartir els guanys de productivitat que s'aconsegueixen amb la seva major implicació (amb primes en funció d'objectius assolits, participació en beneficis, etc.).

Un cas especialment rellevant és el de les empreses en què els treballadors tenen una participació significativa en el capital i comparteixen la propietat amb accionistes no treballadors. Per exemple, la companyia nord-americana United Airlines va establir el 1994 una transacció per la qual els treballadors van adquirir el 55% de les accions de l'empresa a canvi d'una reducció de salaris i de noves regles de treball, valorada en gairebé 5.000 milions de dòlars; la transacció es va realitzar dins de la iniciativa ESOP (Employee Share Ownership Plans), que obliga els treballadors a mantenir les accions mentre romanen a l'empresa. Jeffrey Gordon (1998) estudia amb deteniment aquest cas i planteja la utilitat de la compra per part dels treballadors de paquets accionaris significatius de l'empresa en situacions de transició com les que es creen en indústries que evolucionen des de sectors regulats a la lliure competència. Gordon atribueix a les transaccions la capacitat d'ajudar a resoldre quatre tipus de problemes: assignació equitativa dels costos de la transacció entre treballadors i accionistes; negociació eficient sobre assignació de costos no recurrents; negociació eficient sobre assignació de costos recurrents; creació d'estructures superiors en entorns transitoris.

Els problemes d'assignació equitativa sorgeixen a conseqüència de canvis en les circumstàncies econòmiques que redueixen la rendibilitat de l'empresa. En teoria, el descens en beneficis podria traduir-se en descensos en la riquesa dels accionistes (a través de menors dividendes) o en descensos en la riquesa dels treballadors, en forma de salaris més baixos o de reduccions de plantilla. Des d'una perspectiva normativa, la qüestió és com *haurien* d'assignar-se finalment els costos. Si la resposta passa per algun tipus de repartiment entre els dos col·lectius, accionistes i treballadors, l'intercanvi de reduccions en els salaris pactats per endavant per accions de l'empresa pot servir per a aquest propòsit.

La preocupació per assegurar una negociació eficient sorgeix perquè es reconeixen asimetries d'informació i de riscos de retenció entre les parts que renegocien drets adquirits davant d'una eventual reducció en els ingres-



sos esperats. Els principals afectats seran els col·lectius que han realitzat inversions específiques, les rendes de les quals estan en principi garantides contractualment, però que perdran gran part del seu valor si l'empresa fa fallida. Per exemple, deute sense col·lateral o treballadors amb un conveni que preveu salaris superiors al cost d'oportunitat. Si la renegociació té èxit, és previsible la creació de riquesa neta (el valor de l'empresa supera els costos d'oportunitat dels recursos), però el risc de fracàs existeix. Així com la reestructuració dels compromisos financers es fa a vegades donant als creditors participació en el capital de l'empresa, per mitjà de donar aquesta participació als treballadors es disposa d'un mecanisme que pot reduir la probabilitat de fracàs de la renegociació.

La renegociació sobre assignació de costos recurrents fa referència a situacions en què serà necessari continuar negociant en el futur i, per tant, en què continuarà vigent el risc de fracàs en la negociació. De nou hi ha situacions en què la participació significativa dels treballadors en el capital pot ser positiva per minimitzar la probabilitat que el fracàs passi realment.

La transacció que implica transferir accions als treballadors no solament pot ser útil per facilitar l'assignació de costos de transició, sinó que tindrà un valor en si mateixa si es crea una forma organitzativa capaç d'impulsar innovacions en les relacions laborals i en la cultura, de manera que l'empresa resultant sigui més competitiva. L'objectiu últim no és solament persuadir els treballadors sobre el fet que les condicions competitives requereixen una nova estructura de costos amb salaris més baixos, sinó induir-los a contribuir en la millora de la productivitat i en el reforçament de la posició competitiva de l'empresa. En molts casos, això requereix canviar el que s'ha anomenat genèricament la «cultura» de l'empresa. Com a desideràtum superior, es desitja implantar noves formes de col·laboració, en què els treballadors participin en la fixació d'objectius i en la recerca de formes d'assolir-los. Es tracta, en suma, d'impulsar la participació substantiva dels treballadors per mitjà d'introduir-ne la participació representativa donant-los un paquet significatiu de les accions de l'empresa.

L'empresa cooperativa integra plenament la participació dels treballadors en el govern i en els beneficis. Els treballadors concentren tot el poder de decisió i n'assumeixen totes les conseqüències. L'empresa cooperativa

planteja importants problemes de govern, igual que les altres formes, el comentari sobre les quals és fora de les possibilitats d'aquest text.<sup>(22)</sup> Alguns d'aquests problemes tenen a veure amb l'excessiva concentració de riscos que representa assignar el capital humà i el capital financer a la mateixa empresa i amb la possible aparició del «polissó» a conseqüència de la col·lectivització dels resultats. Fins a quin punt la propietat compartida, segons el model d'United, contribueix a alleujar aquestes ineficàcies potencials i aconsegueix al mateix temps un major compromís dels treballadors amb l'empresa, motivat per la participació en el seu govern, és una qüestió mereixedora d'estudis futurs.

### La participació dels treballadors a Espanya

No hi ha, que sapiguem, estudis publicats que permetin avaluar l'abast de la participació dels treballadors a les empreses espanyoles. Impressions parcials indiquen que a les nostres empreses predominen les formes burocràtiques i jerarquitzades (quan es tracta de grans empreses) i les formes pater-nitzades (entre les més petites) d'organització, i que la participació de tipus substantiu està poc estesa.<sup>(23)</sup> Desconeixem quantes empreses utilitzen la participació dels treballadors en el capital com a mecanisme d'estímul i compromís i no ens consten experiències com la d'United Airlines, tot i la importància que ha tingut a Espanya la liberalització de sectors fins fa poc protegits.

En molts casos, les empreses s'han vist obligades a reduir els costos laborals unitaris en el nou entorn més competitiu, però els reajustaments necessaris s'han realitzat habitualment amb jubilacions anticipades de treballadors sèniors i amb rescissions incentivades de contractes. L'efectivitat d'aquestes pràctiques enfront d'altres, com intercanviar reduccions de salaris i altres beneficis per accions lliurades als treballadors, no ens consta que hagi estat avaluada. Hi ha també nombrosos exemples d'empreses que s'han mantingut actives assumint els treballadors la titularitat de totes les accions, però sempre quan s'ha arribat a situacions extremes; la forma jurídica utilitzada és

(22) Vegeu Dow i Putterman (1997) i Hansmann (1990, 1996).

(23) Vegeu ESADE (1996, pp. 358-367).

la de societat anònima laboral o cooperativa. En l'actualitat, les empreses propietat de treballadors representen entorn del 3% de l'activitat econòmica espanyola, és a dir, són una forma empresarial clarament minoritària, igual que a molts altres països. No obstant això, dins d'aquest col·lectiu hi ha empreses emblemàtiques, com la Cooperativa Mondragón, una de les empreses privades més grans d'Espanya.

Les llacunes informatives persisteixen quan es tracta d'avaluar la participació dels treballadors en els beneficis de l'empresa, sense que això suposi la tinença d'accions. L'escassa importància de la retribució variable entre els directius, documentada en apartats anteriors, fa pensar que aquesta forma de retribució també deu estar poc estesa entre els treballadors directes. Dit d'una altra manera, no és d'esperar que es difonguin fórmules retributives amb una part significativa de retribució variable entre els treballadors directes mentre no es generalitzi aquesta forma de retribució entre els directius. Finalment, els fons de pensions tenen una importància limitada, en especial els de renda variable, de manera que la seva influència institucional a Espanya és força lluny de la que té als Estats Units.

## Conclusió

L'especialització entre els accionistes, que participen en el capital de l'empresa per facilitar l'assignació de riscos quan s'han de realitzar grans inversions, i els directius, que gestionen els recursos i la seva assignació en activitats concretes, comporta grans avantatges: redueix el cost de finançament empresarial, en reduir la prima de risc, i atorga la capacitat de decisió sobre els recursos a les persones que estan més ben dotades professionalment per a aquesta tasca, independentment del seu nivell de riquesa personal o dels seus vincles familiars. Però l'especialització té també desavantatges, ja que qui decideix sobre l'assignació dels recursos no suporta les conseqüències econòmiques de les seves decisions i, per tant, es corre el risc (risc moral) que les decisions no s'ajustin al principi que exigeix l'eficiència econòmica: maximitzar-ne el valor. Els qui assumeixen la funció de finançar l'empresa i de suportar els riscos anticipen la possibilitat que els recursos que aporten es malgastin en benefici de qui els ha de controlar i, atesa aquesta eventualitat,

renuncien a proporcionar el finançament necessari. Arribat a aquest punt, s'haurà perdut l'oportunitat de crear riquesa.

La situació descrita constitueix un aspecte molt important del problema de govern empresarial (per a molts, l'únic) i en aquest capítol ens hem ocupat de la qüestió analitzant amb detall el conflicte potencial d'interessos entre accionistes i directius i la possibilitat de neutralitzar-ne, com a mínim parcialment, les conseqüències negatives per a l'eficiència econòmica. El mecanisme de govern utilitzat per a aquesta finalitat ha estat el contracte que estableix la retribució del directiu a canvi dels serveis professionals que exerceix.

La conclusió principal de l'exercici realitzat ha estat constatar que, si bé hi ha encara possibilitats de millorar els contractes més habituals, en el sentit de dissenyar-los d'una forma més coherent amb les recomanacions normatives de la teoria dels contractes, serà difícil en general arribar a contractes òptims de segon rang que representin una pèrdua d'eficiència relativament petita. En aquest sentit, les recomanacions de fer un ús més freqüent de la retribució relativa, d'utilitzar estàndards externs entre retribució i resultats, etc., han de millorar l'eficiència dels nous contractes resultants, però l'aversió al risc dels directius i els límits de la seva riquesa imposaran en última instància sistemes d'incentius de «baix poder» i uns costos d'agència elevats. La supervisió directa de les accions dels directius pel consell d'administració i/o pels inversors relacionals continuarà essent necessària per donar prou garanties als accionistes i aconseguir l'especialització desitjada.

El contracte del directiu amb l'empresa s'ha contemplat gairebé exclusivament com un contrapartida acotada en el temps i establerta en termes estrictament monetaris. És de suposar, en canvi, que els directius professionals prendran les seves decisions corrents tenint en compte tot l'horitzó temporal de la seva carrera, fet que incorpora estímuls addicionals per prendre decisions eficients (en el sentit de maximitzar el valor dels recursos que controlen). En segon lloc, al costat dels contractes explícits és d'esperar que n'hi hagi d'altres de caràcter implícit, basats en la confiança mútua, el poder disciplinari dels quals no s'ha de menystenir i, en tot cas, fomentar pels importants beneficis que comportaria, ateses les limitacions del contracte explícit.

Els directius són una part important del capital humà de l'empresa, però no l'única. La segona part del capítol s'ha ocupat dels interessos del conjunt de treballadors i de la seva integració a la recerca d'objectius d'eficiència (creació de riquesa) mitjançant el que genèricament s'ha anomenat «participació del treballador en l'empresa». La participació és un concepte ampli i que ofereix múltiples oportunitats perquè cada empresa l'ajusti a les seves condicions concretes. Sense entrar en molt detall, el text ha esbossat algunes línies d'avanç en la comprensió de les oportunitats que ofereix la participació del treballador en l'empresa en la solució dels seus problemes de govern.

## IV. El consell d'administració

### Introducció

El consell d'administració és un element clau en el govern de les societats mercantils, ja que s'hi concentren les decisions d'aprovació de les principals estratègies i objectius de la societat i les iniciatives de control sobre la gestió dels equips directius. No ha de sorprendre que, quan es debat sobre el govern de les empreses, es valoren les fortalezes i febleses dels principals models i les pràctiques de govern, sempre es faci referència a l'estructura i el funcionament del consell d'administració.

L'objectiu d'aquest capítol és aportar un conjunt de reflexions i d'evidències empíriques extretes de la literatura econòmica, principalment, sobre les característiques i les funcions del consell i sobre les conseqüències d'aquestes funcions per a la creació de riquesa. Es farà referència també al consell d'administració a les empreses espanyoles i es ressenyaran els resultats d'estudis previs realitzats al nostre país per conèixer millor els trets bàsics d'aquest mecanisme de govern.

La revisió sintètica de l'evidència empírica sobre el govern de les empreses exposada als capítols anteriors posa de manifest que el consell incorpora interessos diferents en uns països i en altres, segons es desprèn de la seva diferent representació: treballadors i proveïdors de fons financers a Alemanya, directius de l'empresa al Japó, consellers externs, inclosos els independents als Estats Units, etc. Atesa aquesta diversitat, el capítol comen-

ça amb una referència als consells als Estats Units i Japó-Alemanya, com a pas previ per a l'anàlisi espanyola. Això ens proporcionarà la necessària perspectiva i els punts de comparació.

## 4.1. El consell en el model anglosaxó

El consell d'administració adquireix una entitat pròpia, diferenciada de la junta d'accionistes i de l'equip directiu, sobretot en societats de capitals obertes, amb petits accionistes que aprofiten el mercat de capitals per recompondre les carteres patrimonials i que, per tant, entren i surten de la condició d'accionistes d'una empresa amb gran llibertat. La situació descrita passa, sobretot, als països com els Estats Units i el Regne Unit, on el consell adquireix una especial rellevància, mereixedora d'amplis estudis i debats.

El corrent de pensament dominant en l'economia i el dret societari anglosaxons estableix com a principi inqüestionable que el consell d'administració ha de representar exclusivament els interessos dels accionistes.<sup>(1)</sup> Un dels economistes més influents d'aquest corrent de pensament, O. Williamson (1984, 1985), justifica aquesta exclusivitat atenent els alts riscos d'expropiació de les inversions que suporten els accionistes, a causa dels següents motius: i) l'accionista és el beneficiari residual de la societat, és a dir, els seus drets a recuperar els fons invertits i/o les rendes que li corresponguin ocupen l'últim lloc de prioritats, sense que hi hagi, a més a més, cap actiu que es pugui utilitzar com a col·lateral d'aquests drets (la qual cosa sí que és possible per als creditors financers); ii) als fons propis no se'ls atorga l'opció de poder revisar i renegociar periòdicament els drets i/o contrapartides, com passa, per exemple, amb els creditors financers, treballadors i proveïdors; iii) els fons propis no tenen garantit el pagament d'una contrapartida monetària i/o la devolució del principal.

Per aquestes raons, es diu, l'aportació financera dels accionistes a l'empresa té el caràcter d'inversió específica i, per tant, les quasirendes que com a inversió genera són susceptibles d'expropiació per altres partícips en l'acció col·lectiva de l'empresa, atès que els alts costos de transacció impe-

(1) Un resum complet i actualitzat d'aquest pensament es pot trobar a Romano (1996, p. 279-297).

deixen fer un contracte contingent exhaustiu en el moment de la inversió i incorporar-lo als estatuts de la societat. El consell, exercitant els drets que se li atorguen legalment i estatutàriament, omple els buits quan tenen lloc determinades contingències no previstes i pren les decisions pertinents tot procurant salvaguardar els interessos dels accionistes. Ex ante, els accionistes estaran disposats a invertir en l'empresa en la mesura que creguin que se'ls ofereixen prou garanties de no expropiació.

Williamson es manifesta explícitament en contra que el consell representi interessos diferents dels propis dels accionistes i en particular que el consell representi els treballadors i/o els titulars de deute. Segons el seu parer, quan els treballadors aporten a l'acció col·lectiva capital humà d'ús general, la protecció dels seus interessos es garanteix amb l'exercici de l'opció de sortida, mentre que, quan es tracta de deute a curt, serà, en general, fàcilment liquidable. Si el capital humà és específic i el deute és a llarg termini, la solució no és que el consell es faci càrrec dels interessos dels treballadors i dels creditors, sinó buscar altres mecanismes de protecció per als inversors; per exemple, la negociació col·lectiva en el cas dels treballadors o l'ús de col·laterals en el deute. Ampliar el consell a altres «interessats» augmentaria el risc d'expropiació percebut pels accionistes i encarriria el finançament de l'empresa. A més a més, en tractar d'harmonitzar interessos possiblement contraposats, el consell entraria en una ambigüïtat de criteris creixent sobre el que es desitja aconseguir, el procés de presa de decisions s'allargaria i el control seria més difícil a conseqüència de la imprecisió en els criteris d'avaluació (Hansmann, 1988).

Plantejat com un òrgan que ha de vetllar pels interessos dels accionistes, el consell només ha d'assumir funcions de *supervisió* i en cap cas serà un ens involucrat en activitats operatives (Williamson, 1985, p. 316). Aquesta recomanació obeeix, sobretot, al fet que, perquè la supervisió es realitzi amb eficàcia, el consell ha d'estar integrat en bona part per consellers externs, clarament diferenciats dels interns, és a dir, de l'equip directiu de l'empresa. Necessàriament, la condició d'externs impedeix als consellers conèixer amb profunditat la marxa quotidiana de l'empresa i, fins i tot, en molts casos, la seva capacitat per supervisar l'equip directiu no ha de dur afegides necessàriament les habilitats per a l'exercici de la gestió. La diferència de coneixe-



ments sobre l'empresa i el seu entorn entre els consellers externs i interns justifica que l'equip directiu tingui representació al consell per fer partícips d'aquesta informació els consellers externs. A més a més, com que poden observar la participació dels interns en les deliberacions que s'estableixen al consell, els externs disposen de més elements de judici per dur a terme la seva avaluació. Tot això sense eclipsar en cap cas la funció de supervisió que indubtablement li correspon al consell.

### Avaluació i crítica

La contundència amb què es manifesta sobre el consell i la seva funció el corrent ortodox anglosaxó contrasta amb les crítiques que han merescut els consells d'administració de les grans empreses nord-americanes, en especial pels pobres resultats que aquestes empreses van assolir durant els anys vuitanta. Jensen (1993) realitza un balanç de les raons per les quals, segons el seu parer, els consells de les societats mercantils nord-americanes no van poder aturar la pèrdua de riquesa que aquestes societats van fer suportar als seus accionistes.

En primer lloc, els consells tendeixen a desenvolupar una cultura de relacions en què la cortesia i l'educació predominen sobre la veritat i la franquesa, fet que comporta que es procuri evitar els conflictes i que, en canvi, es faci prevaler l'assentiment. Aquesta cultura, explicable des de la pròpia lògica del comportament i de les relacions humanes, propicia el retardament en la presa de decisions correctives i el manteniment de pobres resultats més enllà del que seria desitjable.

En segon lloc, el màxim executiu de l'empresa és qui habitualment dicta l'ordre del dia i distribueix la informació entre els consellers, fet que, unit a les limitacions dels consellers a l'hora de comprendre la relació entre l'estratègia de l'empresa i la creació de valor per a l'accionista i al desconeixement sobre la manera de traduir aquesta relació en instrument de control ex post, col·loca els consellers externs en clar desavantatge enfront dels internes. Això dificulta enormement l'exercici de la seva funció supervisora.

En tercer lloc, els consells estan molt influïts pel temor a patir denúncies d'accionistes o d'altres col·lectius, estimulades gairebé sempre per cai-

gudes inesperades del preu de les accions. Les responsabilitats que se'n poden derivar fan que els consellers actuïn pensant més en com minimitzar el risc de denúncia que en com maximitzar el valor de les accions. El temor a ser objecte d'atenció per part de la premsa, dels reguladors o dels polítics també limita la llibertat d'acció dels consellers.

En quart lloc, a la major part dels consells de les grans empreses, els consellers i l'equip directiu tenen una fracció molt petita del capital de l'empresa i, per tant, el seu nivell de riquesa amb prou feines és sensible a l'evolució en el temps del preu de les accions. Els incentius per dedicar esforç a la supervisió són, per aquest motiu, escassos.

En cinquè lloc, els consells solen ser excessivament grans, fet que en redueix l'eficàcia operativa i en facilita el control per part de l'equip directiu. A més a més, el nombre de consellers interns, vinculats a la figura del conseller delegat (CEO), és relativament alt, de manera que el conseller delegat augmenta la seva protecció.

En sisè lloc, regulacions prolixes han dificultat la posada en marxa d'iniciatives de control per part de petits accionistes, dins i fora de la junta d'accionistes, al mateix temps que han limitat la possibilitat que institucions financeres s'hagin involucrat més en l'exercici dels seus drets de control i de supervisió.<sup>(2)</sup>

En setè lloc, la posició del president del consell, que, a l'empresa nord-americana, s'ha atorgat habitualment al conseller delegat (CEO), ha obstaculitzat la relació amb independència i objectivitat de les funcions relacionades amb el procés de contractació, destitució, avaluació i retribució del conseller delegat. L'absència d'un president independent i amb capacitat d'iniciativa i liderat impedeix que al consell s'equilibrin els poders i, d'aquesta manera, es mantinguin la tensió, el debat i la reflexió, fins i tot quan les coses van bé. Només així s'assegura que es prendran les mesures correctives necessàries tan aviat com s'encenguin els primers senyals d'alarma.

Diagnòstics com el de Jensen i d'altres similars apunten les línies de canvi en el funcionament del consell, resumides en reforçar-ne la capacitat

(2) Aquest punt està desenvolupat amb més amplitud a Roe (1990).

efectiva en la supervisió i control de l'equip directiu i en evitar pèrdues en la riquesa dels accionistes, com les que es van produir en els anys vuitanta. Per aconseguir aquesta major capacitat de control es proposen dos camins diferents: ressuscitar els inversors/accionistes actius o ampliar la presència en el consell de consellers independents, és a dir, persones que no tenen cap vinculació amb l'empresa. Els inversors actius seran objecte d'atenció al capítol següent. Ara ens ocuparem dels consellers independents.

### **El moviment a favor dels consellers independents**

Quan la propietat de les accions d'una empresa està molt repartida i els accionistes actuen com a inversors que mouen la seva cartera amb absoluta llibertat i anonimat, el consell estarà inevitablement distanciat del col·lectiu d'accionistes. La figura del conseller independent és una alternativa quan es tracta d'assegurar que al consell hi hagi prou consellers externs per actuar de contrapès i de control de la direcció.

L'impuls a la figura del conseller independent s'atribueix, als Estats Units, a Eisenberg (1976), qui, primer a títol personal i després com a impulsor del projecte del govern corporatiu de l'American Law Institute, defèn un major protagonisme als consells de persones independents de l'empresa i del seu equip directiu, ja que no hi tenen interessos financers. D'aquesta manera s'evitarà el consentiment a les propostes de la direcció, que, de forma força generalitzada, s'observa ja a les principals empreses nord-americanes. Des d'una posició de majoria al consell, els consellers independents exerciran la supervisió necessària.

Les propostes d'Eisenberg van ser inicialment rebutjades amb força per la comunitat empresarial i pels juristes especialitzats en dret de societats, en particular la que establia el requisit legal que cada empresa tingués un consell dominat per independents. El principal argument d'aquest rebuig va ser que, fins llavors, no hi havia evidència que la presència de consellers externs influís positivament en la rendibilitat dels accionistes. El document elaborat per l'American Law Institute va ser revisat i va ser eliminada l'exigència d'obligatorietat en la constitució de consells independents, que va ser substituïda per la recomanació i l'adopció voluntària.

Amb el pas dels anys, i probablement a causa de les recomanacions emanades d'altres àmbits, com els tribunals de justícia i els òrgans de tutela dels mercats de valors, les propostes d'Eisenberg s'han traduït en una marcada tendència entre les empreses nord-americanes a incorporar un nombre creixent de consellers independents als seus òrgans de govern. Per a alguns sectors, aquesta tendència era d'esperar, ja que, si realment un consell independent garanteix als accionistes que els seus interessos seran respectats, els mateixos equips directius prendran la iniciativa d'augmentar el nombre de consellers externs, ja que d'aquesta manera augmentaran les oportunitats de crear riquesa reduint el cost del finançament extern.

En certa manera, el que estem relatant és un episodi més en el debat permanent entre els qui defensen que el dret de societats ha de tenir un caràcter «facilitador» de les decisions lliurement preses pels agents i els qui es pronuncien a favor d'un fort contingut normatiu. Els qui defensen la primera postura argumenten que els mercats i la competència entre oportunitats d'inversió obliguen els equips directius a promoure mesures que protegeixin els interessos dels accionistes (Easterbrook i Fischel, 1989). En el context que ens ocupa, aquesta filosofia es concretaria en establir una regla general en el dret societari segons la qual els consells tindran una composició majoritària d'independents, al mateix temps que es permet que cada empresa es desviï de la regla mitjançant les pertinents clàusules estatutàries.

En altres països anglosaxons, com el Regne Unit, la tendència també ha estat la de confiar en el mercat a l'hora d'impulsar reformes en el govern empresarial, ajudat pel control social que imposen els codis de bones pràctiques, com l'Informe Cadbury o l'Informe Hampel.

Actualment, la discussió sobre la composició dels consells amb prou feines està viva als Estats Units, ja que la presència majoritària de consellers externs s'ha convertit gairebé en norma general.<sup>(3)</sup> L'excepció se centra en empreses on hi ha accionistes importants amb posicions de control. La concentració accionarial en un petit nombre d'accionistes s'ha de completar amb una forma de govern alternativa a la dels consellers externs, ja que s'evita la

(3) Les tendències en el canvi en la composició de consellers entre les empreses nord-americanes són documentades a Hermalin i Weishach (1988) i Kesner i Johnson (1990).

separació entre els qui decideixen sobre els recursos de l'empresa i els propietaris últims d'aquests recursos.

Aquesta situació crea un altre tipus de problemes, en la mesura que sorgeixen conflictes d'interessos entre els accionistes de control i els accionistes minoritaris que assumeixen comportaments passius. La incorporació de consellers independents al consell d'administració tindrà ara el mateix valor de garantia per part del grup de control intern sobre els interessos dels petits accionistes sense opció de control que quan és l'equip directiu el que facilita la incorporació dels independents al consell. Per tant, és d'esperar que siguin els accionistes interns de control els qui suportaran els costos de no col·locar independents al consell a l'hora d'emetre accions al mercat. En efecte, els qui subscriuen aquestes accions coneixen la composició accionarial de la societat i els integrants del consell, de manera que avaluen fins a quin punt la seva inversió està protegida de possibles abusos per part dels accionistes de control. El preu de les accions reflectirà les majors o menors garanties, de manera que el grup de control escollirà la composició del consell procurant atreure inversors passius que estiguin disposats a pagar un preu alt per les accions.

Una altra iniciativa digna d'esment, de nou als Estats Units, és la que propugna la creació d'un cos de consellers independents professionals, el qual nodriria els consells de les societats. La tria dels consellers la farien els accionistes, i no els directius, de manera que es reforçaria la relació i la vinculació entre els uns i els altres (Gilson i Kraakman, 1991). Algunes propostes suggereixen també l'alternativa que s'ampliï la retribució en forma d'accions de l'empresa per a aquests consellers.

L'efectivitat dels consellers externs passa per aconseguir una correcta alineació d'incentius: més enllà de la possessió d'accions de la mateixa empresa, els consellers que es juguen la seva reputació (suposant que el valor econòmic d'aquesta reputació puja i baixa amb el valor de l'empresa) és més probable que actuïn d'acord amb els interessos dels accionistes. Mitjançant la creació d'un cos professional de consellers, entre els quals els accionistes fan la tria, es busca facilitar l'acumulació d'aquest capital reputacional. De fet, sense els incentius correctes, fins i tot una majoria de consellers independents pot arribar a declinar el seu deure de realitzar una supervisió activa de l'equip

directiu perquè s'adhereix a normes de consens o es deixa atrapar per un altre tipus de restriccions institucionals, com, per exemple, la superior informació de l'equip directiu.

### Evidència empírica sobre el paper dels consellers independents

La teoria defineix una clara funció supervisora per al consell d'administració, que, per dur-la a terme amb eficàcia, s'ha de dotar d'una composició majoritària de consellers independents. Les autoritats reguladores i els mercats de capitals semblen estar d'acord amb aquesta conclusió. En aquest sentit, les borses més importants dels Estats Units exigeixen a les companyies que hi cotitzen que incorporin consellers independents i que els donin el màxim protagonisme als comitès d'auditoria i de retribucions. L'Informe Cadbury, al Regne Unit, recomana una major presència de consellers no executius, recomanació que s'ha estès a altres codis, com el redactat a Espanya sota la direcció del professor Olivencia. Pel que fa als mercats, l'evidència empírica revela increments en el preu de les accions en resposta a increments en el nombre d'independents al consell (Resenstein i Wyatt, 1990).

Atesa l'atenció que reben i les expectatives que desperten, sembla rellevant preguntar-se fins a quin punt les evidències empíriques disponibles confirmen o no la contribució positiva dels consellers externs a la *performance* de l'empresa. Per respondre aquesta qüestió, és necessari establir primer quin és el camí mitjançant el qual es vincula la composició del consell amb els resultats de l'empresa. Hi ha, en principi, dues vies possibles. D'una banda, la «via forta», que estableix una relació directa entre els resultats de l'empresa i la composició del consell, en la mesura que als consellers independents se'ls suposa posseïdors de tota la informació necessària per intervenir de forma instantània quan es produeix el mínim error en la direcció de l'empresa. De l'altra, la «via feble», segons la qual els consellers externs estan sempre en condicions d'inferioritat en relació amb la informació que disposen els equips directius, i la seva intervenció disciplinària només es desencadenarà quan els resultats siguin notòriament negatius. En aquesta situació, la influència dels externs sobre les conductes i els resultats serà visible només quan l'empresa es trobi en dificultats.

Els treballs empírics, en empreses dels Estats Units i del Regne Unit, que contrasten la hipòtesi forta arriben a resultats ambigus, en el sentit que, a gairebé tots els treballs, no s'hi troba cap relació entre la composició del consell i els resultats de l'empresa.<sup>(4)</sup> Les justificacions d'aquest resultat poden ser diverses, des de la més immediata que efectivament la composició del consell no influeix en els resultats de l'empresa, fins a la que argumenta la dependència mútua entre les dues variables, ja que cada empresa escull la composició del seu consell de manera que es minimitzen els costos d'agència, i aquest mínim és similar a totes les empreses.

Pel que fa a la hipòtesi feble, en períodes de crisi és previsible que els consellers es mostrin més a favor dels accionistes que els interns, les evidències empíriques són, en general, més favorables. Weisbach (1988) manté que els consells amb majoria d'externs augmenten la probabilitat que el director general perdi el seu lloc quan l'empresa obté pobres resultats. Mork *et al.* (1989) troben evidència empírica d'una alta rotació dels equips directius, a conseqüència d'accions preses des del consell, quan l'empresa va malament en relació amb la indústria, i d'una rotació de directius arran d'OPA externes quan és tota la indústria la que obté resultats negatius. Els autors atribueixen aquesta evidència al fet que els consellers externs només penalitzen l'equip directiu quan constaten que els pobres resultats de l'empresa obeeixen a una mala gestió. La conclusió suggereix que un consell dominat per consellers externs i l'OPA són mecanismes de govern alternatius per dur a terme accions disciplinàries sobre els directius.

Un segon grup d'investigacions, en la línia de constatar la hipòtesi feble sobre l'impacte dels consellers externs, té a veure amb les respostes del mercat a operacions de presa de control segons la composició del consell. En aquest sentit, Byrd i Hickman (1992) mantenen que les empreses que fan una oferta de compra i tenen consells dominats per independents aconseguixen uns rendiments anormals superiors, en el moment de l'anunci, als de les

(4) Romano (1996, p. 286-290) resumeix molt bé l'extensa llista de treballs empírics i n'analitza el rigor metodològic, de manera que evitem repetir aquí totes les referències empíriques. Dalton *et al.* (1998) revisen extensament la literatura i arriben a la mateixa conclusió: no hi ha evidència empírica que permeti establir una relació precisa entre la composició del consell i els resultats de les empreses. Sobre el Regne Unit, vegeu Cash i Hughes (1997) i Franks, Mayer i Ronneboog (1998), els quals mantenen que la presència de consellers no executius protegeix més que disciplina l'equip directiu.

empreses oferents amb consells dominats per interns. Birckey *et al.* (1994) afirmen que l'adopció de mesures defensives anti OPA ocasiona increments en el preu de les accions quan el consell està dominat per externs i decrements en el preu quan el control és intern. Això suggereix que, en presència de consellers externs, el mercat anticipa que les mesures defensives intenten beneficiar els accionistes i no tant atrinxerar els directius. Aquesta conclusió es desprèn d'altres treballs que s'han centrat en estudiar l'impacte sobre el preu de les accions de mesures defensives concretes.

En resum, l'evidència empírica sobre la relació entre presència de consellers independents i resultats de les empreses, extreta dels països anglosaxons on aquesta figura de conseller adquireix la seva plena identitat, no és del tot concloent, tot i que les evidències més fermes apunten al fet que aquests consellers tenen un paper al consell quan assumeix una funció supervisora: els consells dominats per externs assumeixen un protagonisme més destacat davant de successos extraordinaris i en situacions de crisi i aconseguen incrementar el valor de les accions. No obstant això, aquesta conclusió s'ha de prendre amb una certa cautela: si la tria de l'estructura de govern és endògena, de manera que depèn de la qualitat intrínseca de l'equip directiu, llavors trobar que els accionistes es beneficien d'uns consells controlats per externs pot ser conseqüència, simplement, d'una mala gestió de les empreses.

### La perspectiva alternativa dels «interessats»

Paral·lelament a les propostes que tendeixen a reforçar els llaços d'unió entre l'empresa i els seus accionistes, als països anglosaxons n'han sorgit d'altres que defensen una identitat pròpia de l'empresa enfront dels accionistes i dels altres col·lectius d'interessats i una major equiparació entre els interessos dels accionistes i els de la resta de propietaris de recursos. John Kay (1996), al Regne Unit, i Margaret Blair (1995, 1998), als Estats Units, són dos exponents destacats de la visió heterodoxa del govern de l'empresa emergent als països anglosaxons.

Kay (1996, p. 110) qüestiona la premissa que manté que una societat mercantil amb accionariat dispers és propietat dels accionistes. A partir de la



definició de drets de propietat de Grossman i Hart (1986), per la qual el propietari d'un actiu és algú que té els drets sobre allò que no s'ha atorgat a algú altre per mitjà d'un contracte explícit, en una societat anònima de capital dispers no es pot afirmar que els accionistes ostentin drets residuals de decisió, sinó que qui controla els actius i decideix sobre ells és realment el consell d'administració. Un cop establert que els accionistes no són els propietaris de l'empresa, Kay argumenta que «[...] no hi ha cap raó concreta per pensar que els interessos dels accionistes tinguin o hagin de tenir prioritat sobre els de la resta d'interessats» (p. 112).

Però, ¿de qui són realment els actius de l'empresa? Kay respon que de ningú i proposa conceptualitzar l'empresa no com una relació d'agència entre accionistes i directius, sinó com una institució que: a) té personalitat pròpia; b) té caràcter social (i, per tant, no ha de ser contemplada com la creació mitjançant un contracte privat); c) l'alta direcció, inclòs el consell, és fideïcomissària (*trustee*) dels actius de l'empresa, ja que els controlen i els gestionen, però no en reben els beneficis: «El deure del fideïcomissari és preservar i augmentar el valor dels actius sota el seu control i balancejar de forma equitativa els diversos drets sobre els retorns que aquests actius produeixen» (p. 114).

Kay assenyala dues diferències fonamentals entre el model de fideïcomís i el model d'agència. En primer lloc, perquè els actius de l'empresa inclouen no solament els béns físics, sinó les habilitats dels treballadors, les expectatives dels clients i dels proveïdors i la reputació de l'empresa en la comunitat. Els objectius dels directius tenen a veure amb propòsits més amplis de l'empresa que simplement els interessos financers dels accionistes. En segon lloc, i en línia amb l'aspecte anterior, el fideïcomissari ha de balancejar els interessos en conflicte dels interessats actuals i els interessos dels interessats actuals amb els del futur. Això significa orientar la gestió cap al desenvolupament a llarg termini de les capacitats de l'empresa.

Les propostes de Kay s'inspiren, en part, en el model de gran empresa que predomina a Alemanya i al Japó, on la perspectiva d'interessats, enfront de la que identifica l'empresa amb els accionistes, és dominant. Però l'experiència indica que el model d'interessats també té febleses, entre les quals destaca el risc que, en fer als directius responsables (*accountable*)

enfront dels diversos col·lectius d'interessats, acabin no essent responsables enfront de cap d'ells, ja que no hi ha una mesura clara sobre la qual valorar-ne els resultats. Kay defensa el lema de «llibertat del directiu amb responsabilitat» (que també promou l'Informe Cadbury) com l'objectiu que ha de perseguir el nou model de govern corporatiu que propugna. Això suposa: a) donar reconeixement i contingut al model de fideïcomissari, que reconeix personalitat pròpia a la societat; b) permetre que els directius persegueixin múltiples objectius, sense que això impedeixi responsabilitzar-los dels resultats; c) promoure la cohesió dins de l'equip directiu, però, al mateix temps, introduir influències externes que desanimin la introversió i assegurin que es premia l'èxit i es penalitza el fracàs.

Kay critica la tendència, observada durant els últims anys entre les empreses dels Estats Units i del Regne Unit, a donar prioritat als interessos dels accionistes, i que atribueix a una resposta davant de l'amenaça de preses de control, sense que es pugui parlar de canvis o de raons més profundes; com a il·lustració dels seus arguments, esmenta el canvi en la missió de l'empresa ICI el 1997 en relació amb el 1988:

«ICI desitja ser la companyia líder a escala mundial al sector químic, servint internacionalment els seus clients mitjançant l'aplicació innovadora i responsable de la química i de les ciències afins. Si aconseguim aquesta finalitat, millorarem la riquesa i el benestar dels nostres accionistes, dels nostres treballadors, dels nostres clients i de les comunitats que servim i en què operem» (*Informe Anual*, 1988).

«El nostre objectiu és maximitzar valor per als nostres accionistes mitjançant el negoci on tenim el liderat del mercat, un avantatge tecnològic i una base mundialment competitiva en costos» (*Informe Anual*, 1994).

Contràriament a l'opinió dels qui defensen que les dues frases diuen el mateix, ja que només atenent els interessos dels clients i dels treballadors l'empresa pot crear valor per als accionistes, Kay elabora un minuciós argument per justificar que les diferències són importants. Segons el seu parer, només la primera frase permet a l'empresa desenvolupar la confiança, el compromís i la flexibilitat en les seves relacions internes i externes, que generaran avantatges competitius sostinguts.

Blair (1995), per la seva banda, adverteix que la maximització de la riquesa dels accionistes només és equivalent a la maximització de la riquesa social si els accionistes reben veritablement les rendes residuals i suporten els riscos residuals. Però la responsabilitat limitada excusa els accionistes d'afrontar els compromisos contrets amb tercers, més enllà del que es pugui obtenir de la venda dels actius de l'empresa, motiu pel qual tampoc no han de ser els únics beneficiaris de tots els drets. Els creditors també assumeixen riscos importants, igual que els treballadors i els qui realitzen inversions específiques per fer més eficient la seva col·laboració en l'acció col·lectiva. En paraules de Milgrom i Roberts (1992, p. 351), «en presència de nivells alts de capital humà específic, les decisions que es prenen a l'empresa fan recaure riscos en els actius humans dels empleats que són comparables als que suporten els inversors en capital físic. La protecció del valor d'aquest capital humà requereix que els interessos dels treballadors es prenguin en consideració en la presa de decisions a l'empresa».

La qüestió és com s'assegura que, efectivament, els interessos dels qui realitzen inversions específiques es tenen en compte, de manera que els qui les realitzen se sentin protegits enfront dels riscos a què s'exposen. Blair (1995) apunta com a solució que els interessats prenguin participacions en el capital social en proporció a la inversió específica que aporten. Porter (1992) suggereix que tots els interessats importants tinguin representació al consell. Blair i Stout (1998) apunten en la direcció oposada i defensen que la solució més eficient consisteix a lliurar el control sobre als actius de l'empresa a una jerarquia interna dominada per un consell d'administració aïllat de la influència i del control directe de tots els interessats que comprometen els seus recursos específics en l'empresa.

La proposta de Blair i Stout es fonamenta teòricament en l'aportació de Rajan i Zingales (1998), que construeixen una teoria de l'empresa a partir del concepte d'«accés» als recursos, que contrasta amb la teoria que posa l'accent en la propietat dels recursos. Aquests autors demostren que la propietat limita l'especialització en presència d'inversions específiques i, per tant, si es lliura la propietat, en el sentit de Grossman i Hart (1988), a un dels propietaris de recursos que participen en l'acció col·lectiva, es distorsionen els incentius i es creen ineficàcies. Ja que algú ha de tenir el control dels

recursos de l'empresa, Blair i Stout proposen que sigui el consell (això no és gaire diferent del plantejament dels fideïcomissaris de Kay), el tercer aliè a les inversions específiques que es realitzen. El consell actuarà per maximitzar les oportunitats de crear riquesa i distribuirà les rendes creades entre els interessats reconeixent-ne els costos d'oportunitat i el poder relatiu (que pot canviar en el temps, com ha passat en els últims anys, en què els accionistes han guanyat posicions en termes relatius als treballadors, segons Blair i Stout). El consell i la jerarquia interna actuaran de la forma esperada, perquè la supervivència de la coalició és necessària per al manteniment del lloc de treball; perquè estan subjectes a les responsabilitats que marca el dret, i perquè afronten les restriccions que imposen les normes socials i les relacions de confiança.

En resum, les perspectives heterodoxes sobre la missió de l'empresa i la funció del consell d'administració s'allunyen del paradigma d'agència per sostenir els seus arguments en les teories de l'empresa basades en els drets de propietat i d'accés. Aquestes teories estan subjectes a debat i a discussió pels teòrics de l'economia i, per tant, la seva aplicació a l'estudi del govern de les societats és encara prematur. No obstant això, mereixen ser tingudes en compte i considerades com una línia d'avanç en la reflexió sobre dissenys organitzatius i institucionals que pretenen millorar les oportunitats per crear riquesa.

## 4.2. El consell en altres models de govern: Alemanya i el Japó<sup>(5)</sup>

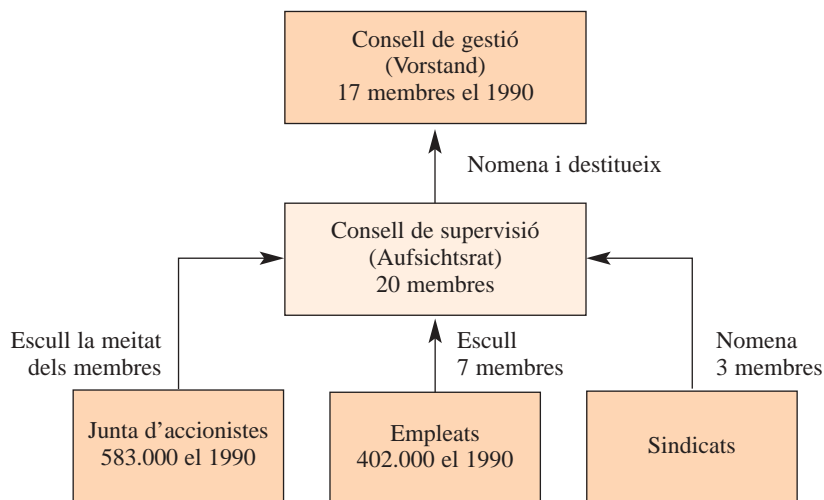
A Alemanya, el dret mercantil contempla dos tipus de societats amb responsabilitat limitada, la *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* (GmbH) i l'*Aktiengesellschaft* (AG). La primera és una societat de capital tancat que no cotitza en borsa, mentre que la segona cotitza al mercat de capitals. Les GmbH amb més de 500 treballadors i les AG tenen l'obligació legal de dotar-se d'un consell estructurat en dos nivells: l'*Aufsichtsrat*, o consell de vigilància, encarregat de funcions de supervisió, i el *Vorstand*, o consell de gestió, amb responsabilitats en les decisions quotidianes de la societat.

(5) Les referències bàsiques utilitzades per elaborar aquesta secció són Schneider-Lenné (1992) per a Alemanya; Aoki (1994) per al Japó, i Kester (1997), Prowse (1994) i Roe (1993) per a les comparacions entre aquests països.

Atès el seu protagonisme en una realitat econòmica en què predominen les empreses amb una alta concentració accionarial, els accionistes importants exerceixen la seva influència mitjançant el consell de vigilància, compost per un nombre de membres que oscil·la entre 9 i 22 i en el qual estan representats. L'acta de codeterminació del 1976 estableix que la composició del consell de vigilància es divideix en parts iguals entre representants dels treballadors (un dels quals prové sempre de l'equip directiu) i membres escollits pels accionistes entre persones que no són assalariades de l'empresa. El gràfic 4.1 il·lustra l'estructura de govern de Siemens.

Gràfic 4.1

### ESTRUCTURA DE GOVERN DE SIEMENS



Font: Conference Board (1995).

En aparença, els consellers escollits pels accionistes per formar part del consell de vigilància són equivalents als consellers externs de les empreses nord-americanes o als consellers no executius del Regne Unit. No obstant això, les diferències són més notables. A Alemanya, els consellers externs provenen gairebé sempre d'altres empreses comercials o financeres que man-

tenen importants relacions a llarg termini amb l'empresa en qüestió. Aquests compromisos poden tenir l'origen en participacions accionaries creuades, préstecs a llarg termini, acords de compra-venda o combinacions de tots aquests elements. També és freqüent trobar al consell representants d'accionistes familiars significatius. A Alemanya, els consellers són fidels representants dels inversors i d'altres col·lectius que mantenen estretes relacions amb l'empresa; a més a més, estan en condicions d'influir en la formulació de l'estratègia empresarial per mitjà de la seva influència directa sobre el consell de gestió.

Tot i que la llei atribueix als membres del consell de vigilància la responsabilitat de representar els interessos dels accionistes de l'empresa en conjunt, també es donen condicions positives perquè protegeixin i vigilin els interessos d'altres col·lectius. En aquest sentit, els consellers procedents d'entitats financeres que són també creditors de l'empresa assumeixen el doble paper de defensar els interessos dels accionistes i els dels creditors financers de la companyia. Tenint en compte l'ampli negoci creditici que els bancs mantenen amb les empreses mitjanes, els consellers que ocupen posicions executives en institucions financeres poden, d'una forma indirecta, defensar interessos de petits proveïdors, clients i subcontractistes que serveixen les necessitats de les grans corporacions.

Pel que fa al Japó, el consell té una estructura unitària i no es contempla la representació formal dels treballadors; per aquesta raó, s'assembla al model del consell propi dels països anglosaxons. La composició del consell inclou externs i membres de l'equip directiu de l'empresa; entre els externs, hi ha representats dels accionistes significatius. A l'estructura formal del consell se superposa un conjunt de relacions informals entre equips directius, accionistes importants i creditors financers, com, per exemple, la reunió mensual que acostumen a mantenir aquests tres col·lectius o la reunió de presidents de les principals empreses del grup (*keiretsu*). La combinació del consell i les relacions informals suggereixen una estructura de dos nivells, no gaire diferent de la que funciona a Alemanya, en què les reunions entre els grans accionistes i els representats dels bancs i les reunions dels presidents actuen de forma similar a la del consell de vigilància.

Una diferència important entre els consells al Japó i als Estats Units és que, al Japó, la majoria dels consellers executius han estat anteriorment directius intermedis de l'empresa, fins que, mitjançant promocions internes, arriben al càrrec de consellers. S'estima que el 40% dels consells del Japó tenen com a mínim un 80% de consellers promoguts des de dins de la mateixa empresa. D'altra banda, s'estima que, entre els consellers de les empreses que cotitzen en borsa, el 75% són interns i el 25% són externs, sense que en cap cas entre els externs hi hagi consellers independents en el sentit d'aliens als interessos de la companyia.

Amb aquestes evidències, a la majoria de les empreses japoneses difícilment es pot parlar d'un consell separat de l'equip directiu i amb possibilitats reals d'exercir-ne una supervisió. El predomini dels consellers executius i els mecanismes informals de relacions apunten cap a una alta discrecionalitat dels equips directius i a una relativa desprotecció dels accionistes enfront d'aquesta discrecionalitat. Així, doncs, tot i que Alemanya i el Japó comparteixen una filosofia similar, ja que als dos països les empreses tendeixen a afavorir les inversions específiques i les relacions a llarg termini entre múltiples «interessats», a Alemanya el consell és un òrgan més estructurat i preparat per salvaguardar les quasirendes de les inversions, en la mesura que, mitjançant el consell de vigilància, es canalitzen les representacions dels diferents col·lectius amb interessos en situació de risc. El quadre 4.1 resumeix les principals diferències en els consells dels Estats Units, Alemanya i el Japó.

Entre els col·lectius amb representació al consell, la legislació alemanya reconeix als treballadors de les grans empreses, als qui assigna una posició paritària amb els accionistes del consell. Amb aquesta representació s'obre una via perquè els treballadors protegeixin les seves inversions específiques i es vegin estimulats per dur-les a terme. Al Japó no hi ha representació formal dels treballadors al consell, però la política general de cobrir les vacants amb promoció interna fins al nivell més alt i la promesa implícita d'un lloc de treball vitalici han constituït, com a mínim fins a dates recents, prou garantia enfront del possible risc d'expropiació de les quasirendes. Per aquest motiu, la inversió en capital humà específic pels treballadors japonesos ha estat reconeguda com una característica distintiva de l'empresa japonesa i font de notables avantatges competitius.

Quadre 4.1

## DIFERÈNCIES EN L'ESTRUCTURA DELS CONSELLS A LES GRANS EMPRESES NO FINANCERES

	Estats Units	Japó	Alemanya
Mètode efectiu de nomenament	Invitació del CEO	Invitació del CEO	50% escollits per accionistes i la resta pels empleats
Mètode de nomenament del president	Escollit pel consell	Escollit pel consell	Escollit pels representants de treballadors i accionistes; generalment, un representant dels accionistes
Coincidència del president i CEO	Freqüentment	Freqüentment	Mai
Fonts d'informació	Direcció	Direcció. Informalment club de presidents	Direcció
Proporció de consellers executius	Mitjana	Alta	Nul·la al consell de vigilància
Presència d'accionistes importants al consell	Rarament	Algunes vegades	Sempre
Presència de bancs al consell	Rarament	Algunes vegades	Sempre

Font: Prowse (1994).

El consell d'administració a Alemanya respon, en última instància, a una «filosofia» diferent a la que domina als països anglosaxons i que es reflecteix en les lleis i en la consideració social de les empreses. Aquesta filosofia reconeix els interessos de la companyia en conjunt, enfront dels interessos estrictes dels accionistes prioritzats pel model anglosaxó. L'empresa es percep com la combinació de diversos grups d'interessos, els objectius dels quals és necessari coordinar i, quan es generen conflictes, balancejar i com-



paginar. Els interessos a llarg termini dels empleats, clients, proveïdors i societat en general estan explícitament reconeguts i s'han de compatibilitzar amb un objectiu superior de supervivència.

Per donar una resposta adequada a aquesta filosofia, el govern de l'empresa s'haurà de fer a partir d'una base àmplia de participació, com la que es manifesta al consell de vigilància amb un ampli espectre de representacions. Les contrapartides seran necessàriament la menor rapidesa de resposta i de decisió en qüestions d'importància per al futur de l'empresa i els col·lectius d'interessats i les dificultats per tirar endavant iniciatives que, per assegurar la viabilitat a llarg termini de l'empresa, suposin costos especialment alts per a algun dels partícips. Per exemple, ajustaments substancials de plantilles a la baixa presència d'excés de capacitat. A més a més, es reproduiran les diferències d'informació a favor del consell de gestió enfront del de vigilància, igual que l'equip directiu de l'empresa nord-americana coneix millor l'empresa que els consellers independents. Situacions en què el consell de vigilància tardarà més del desitjat a advertir senyals d'alarma que requereixin una intervenció immediata no seran del tot infreqüents.

El col·lapse gairebé total de Metallgesellschaft el 1993 va generar dubtes sobre la veritable eficàcia del model de supervisió alemany. Per a alguns entesos, el consell de vigilància més que un òrgan de supervisió va començar a ser vist com un anell addicional de protecció en què s'escuden els alts directius. No ens ha d'estranyar, doncs, que el Partit Socialdemòcrata llancés algunes propostes dirigides a reforçar el poder superior del consell de vigilància, reforçar els llaços del consell amb els auditors externs i millorar les possibilitats de supervisió dels accionistes externs.

Precisament, la hipòtesi que el sistema de govern a Alemanya i al Japó és més benèvol amb els directius de l'empresa quan s'obtenen pobres resultats econòmics ha estat investigada en diversos treballs recents.<sup>(6)</sup> La conclusió a la qual arriben és que la penalització dels directius quan la rendibilitat borsària de les accions cau és similar al Japó i a Alemanya a la que es detecta per la mateixa raó a les empreses nord-americanes. No es pot parlar, per tant, d'un atrinxerament dels directius de les empreses alemanyes i japoneses diferent del que afecta les empreses nord-americanes.

(6) Vegeu Kaplan (1994 a i b) i Kaplan i Minton (1994).

### 4.3. El consell d'administració a Espanya

El dret de societats espanyol estableix un sistema per a l'administració de les societats mercantils de caràcter «monista», ja que s'encarrega a un únic òrgan identificat com a consell d'administració. En aquest sentit, comparteix un tret similar amb el consell del model anglosaxó i japonès, al mateix temps que es distancia del model alemany, que desdobra el consell en un òrgan de supervisió i en un altre de gestió.<sup>(7)</sup>

El mateix dret de societats regula els cossos directius de les societats de capitals i distingeix segons el tipus de companyia. D'aquesta manera, quan es tracta d'una societat anònima, la llei parteix del principi de separació de funcions entre la junta general d'accionistes i el consell, al qual atorga plenes competències en la direcció de la marxa de l'empresa, mentre que els poders de la junta es limiten al nomenament dels consellers, a la valoració de la seva gestió i a la seva possible destitució. A les societats de responsabilitat limitada, en canvi, la separació de funcions no té per què produir-se. A més a més, a la societat anònima es reconeix expressament a l'accionista el dret a estar representat al consell en proporció al seu capital, mentre que la de responsabilitat limitada queda exempta d'aquesta restricció. Finalment, si es produeixen vacants al consell entre dues juntes generals, els consellers restants poden, a la societat anònima, nomenar els substituïts entre els accionistes de l'empresa, mentre que a les societats de responsabilitat limitada el nomenament és competència exclusiva de la junta.

A més de la distinció jurídica entre societats anònimes i de responsabilitat limitada, la reflexió sobre el consell d'administració, igual que a altres països, acostuma a diferenciar entre la societat de capitals oberta, les accions de la qual cotitzen als mercats de capitals i que té unes dimensions relativament grans, i la societat de capitals tancada, amb pocs accionistes i on la transferència d'accions es produeix fora del mercat de capitals organitzat. Durant els últims anys, a Espanya s'han produït pronunciaments sobre el consell d'administració i el seu funcionament que fan referència als dos tipus d'empreses.

(7) San Sebastián Flechoso (1996, cap. III) proporciona una síntesi de la doctrina jurídica espanyola sobre els consells d'administració i la relaciona amb la literatura jurídica internacional.

## Reflexions i evidències

El Cercle d'Empresaris va ser una de les primeres institucions que, abans de proposar la posada en marxa de reformes, es va pronunciar sobre les característiques dominants dels consells a les grans societats espanyoles que cotitzen en borsa i amb accionariat dispers.

D'acord amb el document editat pel Cercle, el marc competitiu, social i polític en què s'ha desenvolupat tradicionalment l'empresa espanyola ha propiciat un tipus de consell passiu i opac, en el qual s'han manifestat les següents febleses:

«...falta d'independència dels consellers no executius, insuficient representació dels accionistes minoritaris, informació al consell d'administració insuficient i tardana, escàs debat intern i poca dedicació, conflictes d'interès, etc.» (p. 11).

En la mesura que el marc extern canviï i especialment augmenti la rivalitat competitiva en què s'ha de desenvolupar l'empresa espanyola en el futur, és necessari superar aquestes febleses i reformar tant la composició com el funcionament del consell a les nostres grans empreses.

Pel que fa a les societats tancades amb estructura accionarial concentrada, les valoracions sobre els seus consells d'administració tampoc no són positives. A partir de l'anàlisi de les empreses familiars espanyoles, Gallo (1998) escriu:

«La situació d'un bon nombre de les empreses familiars espanyoles importants fa pensar que [...] establir un consell d'administració té poca importància en el seu comportament real, ja que [...] un terç de les empreses familiars analitzades no té consell d'administració. A més a més, entre les raons més importants per no tenir-ne, indica que no és necessari o que la seva existència alentiria la presa de decisions.» (p. 84).

D'altra banda, entre les empreses que sí que tenen consell, predomina la impressió que es tracta d'un òrgan purament legal (es crea per complir la llei i/o els estatuts) o nominal (es busca millorar la imatge de la companyia).

A la mateixa publicació, el professor Gallo recull els resultats d'un estudi més ampli sobre el consell d'administració a les empreses espanyoles.

Segons aquest estudi, les empreses (grans o petites) afirmen tenir un consell «actiu» en només el 50% dels casos (igual percentatge que les que responen inactiu). El percentatge d'empreses familiars amb consell inactiu és del 51%, mentre que, entre les no familiars, el consell és «actiu» al 72% de les empreses públiques i al 42% de les empreses de propietat estrangera.

La situació descrita reflecteix, sens dubte, una situació en què el govern de l'empresa familiar, de propietat altament concentrada i distribuïda entre persones que mantenen relacions de parentiu, està molt condicionat per la personalització de les decisions en la figura de l'empresari promotor i/o en el nucli familiar dominant. Això potser agiliti el procés de presa de decisions, però desaprofita l'oportunitat d'utilitzar el consell com una via per involucrar en l'empresa consellers independents que aportin altres punts de vista i serveixin de contrapès enfront de l'excessiva influència que puguin tenir les preferències personals de l'empresari en la marxa de l'empresa. Par tant, Gallo també defensa la necessitat de canvis en el govern de l'empresa familiar a Espanya.

El tercer bloc d'informació sobre els consells d'administració a Espanya prové d'estudis realitzats a partir de la informació que subministren a la Comissió Nacional del Mercat de Valors les empreses cotitzades en borsa.

La primera evidència fa referència a la part de *capital* social de les empreses cotitzades representat al consell, que mostra fins a quin punt els qui es responsabilitzen més directament de la bona marxa de la societat concentren o no una part significativa del seu capital social. D'acord amb el quadre 4.2, són les empreses sota control *familiar* les que posseeixen una major part del capital representat al consell, amb un valor mitjà del 41,3% el 1995. Més d'un terç de les empreses controlades per un grup familiar tenen com a mínim el 50% de les seves accions representades al consell. Quan el grup de control és una altra *empresa nacional* o una *empresa estrangera*, el percentatge de capital social representat és del 34% i del 23%, respectivament, percentatges molt diferents del 29% de representació entre les empreses sota control *públic*. La menor representació, l'11%, la trobem entre les empreses controlades per *institucions financeres*.

## DISTRIBUCIÓ D'EMPRESSES PER GRUPS DE CONTROL EN FUNCIÓ DEL PERCENTATGE REPRESENTAT AL CONSELL D'ADMINISTRACIÓ

Percentatge d'empreses

Grups de control	Percentatge d'accions representades al consell					Percentatge mitjà d'accions representants al consell	
	x>80	50<x<80	25<x<50	5<x<25	0<x<5		x=5
Famílies	10,5	31,6	31,6	21,1	5,3	–	41,3
Altres empreses nacionals	14,8	11,1	11,1	14,8	22,2	25,9	34,0
Empreses estrangeres	6,3	9,4	15,6	37,5	15,6	15,6	23,0
Entitats de crèdit	–	–	14,3	19,0	33,3	33,3	11,0
Sector públic	–	7,1	7,1	21,4	21,4	42,9	29,0
<b>Total</b>	<b>7,0</b>	<b>11,4</b>	<b>15,8</b>	<b>23,7</b>	<b>19,3</b>	<b>22,8</b>	

Font: Galve i Salas (1996).

A gairebé una quarta part de les empreses, el 22,8%, no consta cap participació accionarial entre els membres del consell. Aquesta xifra s'ha de prendre amb cautela, ja que la informació recollida als arxius de la CNMV no és del tot satisfactòria per poder avaluar la participació accionarial al consell, ja que, en molts casos, hi ha representants de blocs accionarials als quals s'atribueix no participació accionarial i en realitat sí que existeix pel que fa a la dels qui han nomenat aquest representant. Seria desitjable, sobretot si volem conèixer els consellers independents i distingir-los dels representants dels blocs accionarials, que la CNMV registrés, al costat del nom de cada conseller, el bloc accionarial al qual representa i quina és la participació d'aquest bloc en el capital de la societat. La informació incompleta dificulta la valoració definitiva de la participació accionarial representada al consell de les societats espanyoles cotitzades, tot i que, en general, s'ha d'afirmar que aquesta participació tendeix a ser elevada i referma l'estreta connexió entre propietaris i gestors a la majoria de les nostres empreses.

L'eficàcia dels consells en la funció supervisora i/o decisòria s'ha relacionat amb la seva dimensió. Michael Jensen, per exemple, recomana consells que tinguin entre 5 i 7 membres i mai més de 10 persones. A l'Informe Olivencia, el ventall se situa entre 5 i 15. Els quadres 4.3 i 4.4 presenten evidències del nombre de consellers a les empreses espanyoles que cotit-

zen en borsa. La mitjana de consellers a les empreses de la mostra és d'11, mentre que la mitjana de la distribució és de 9. Ara bé, aquesta mitjana està «inflada» per l'alta dimensió mitjana dels consells a les empreses públiques (16 persones). A gairebé la meitat de les empreses no se supera el límit de 10 consellers, mentre que el límit superior de 15 se supera en una mica menys del 25% dels casos.

Quadre 4.3

### ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA SOBRE LA DIMENSÍO DELS CONSELLS D'ADMINISTRACIÓ PER GRUPS DE CONTROL

Grups de control	Mitjana	Mitjana de distribució	Màxim	Mínim	D. estàndard
Famílies	8	6	22	2	4,7
A. empreses nacionals	10	9	24	4	5,1
Empreses estrangeres	11	8	26	2	6,1
Entitats de crèdit	11	11	17	5	3,4
Sector públic	17	16	33	5	7,8
<b>Total</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>33</b>	<b>2</b>	<b>6,1</b>

Font: Galve i Salas (1996).

Quadre 4.4

### DISTRIBUCIÓ D'EMPRESSES SEGONS LA DIMENSÍO DEL CONSELL D'ADMINISTRACIÓ PER GRUPS DE CONTROL

Grups de control	Y>20	20>Y>15	15>Y>10	10>Y>5	5>Y>2	Total
Famílies	5,2	5,3	26,3	47,4	15,8	100
A. empreses nacionals	4,4	13,0	17,4	52,2	13,0	100
Empreses estrangeres	11,5	11,5	15,4	57,7	3,9	100
Entitats de crèdit	–	11,8	52,9	35,3	–	100
Sector públic	42,9	21,4	14,3	21,4	–	100
<b>Total</b>	<b>11,1</b>	<b>12,1</b>	<b>24,2</b>	<b>45,5</b>	<b>7,1</b>	<b>100</b>

Font: Galve i Salas (1996).

El nombre de consellers apareix amb xifres que permeten qüestionar-ne l'eficàcia a les empreses de propietat pública i, potser, a les entitats financeres. És de suposar que, a les empreses públiques, la figura del conseller respon a objectius particulars (completar el salari d'alts càrrecs, per exemple). A més a més, la progressiva privatització d'aquestes empreses ha comportat la

reducció de les dimensions dels consells. A la resta dels casos, la dimensió dels consells és raonable.

Pel que fa a la composició i a la rotació dels consells a les empreses espanyoles cotitzades, l'evidència disponible es mostra al quadre 4.5. Gairebé la quarta part dels consellers són, de mitjana, consellers interns o executius, amb alguna variació intersectorial (38% al comerç i serveis i 14% a altres manufactures). La informació disponible no permet conèixer quina part del 75% restant pertany als consellers independents.

La rotació mitjana anual dels consellers és del 12% per al conjunt del consell i del 13% per als consellers interns. Això significa una durada mitjana del mandat per conseller de poc més de nou anys, tot i que, altra vegada, es detecten diferències entre els sectors d'activitat (construcció i transformats metàl·lics són els sectors en què la rotació és més alta i, per tant, el mandat mitjà és menor). Una anàlisi més detallada d'aquesta rotació mostra que està relacionada amb els resultats de l'empresa i amb la concentració accionarial. En aquest sentit, s'observa una relació negativa i estadísticament significativa entre la rotació del consell i els resultats econòmics de l'empresa, la qual cosa indica que la rotació de consellers augmenta a les empreses amb mals resultats econòmics, comparada amb la rotació observada en empreses amb bons resultats. De les estimacions realitzades es desprèn que, quan la rendibilitat dels actius se situa en la mitjana de la mostra, la rotació de consellers per any s'apropa al 3,5%. Si la rendibilitat disminueix amb una desviació típica respecte de la mitjana, la rotació s'eleva al 10,5%. La sensibilitat de la rotació als resultats es tempera a mesura que la concentració accionarial és major.

El treball empíric al qual fem referència contrasta si la rotació de consellers executius, condicionada per un determinat nivell de resultats, augmenta o no amb la proporció de consellers externs que formen part del consell. Si els consellers externs reforcen la tasca de supervisió i de control del consell, és d'esperar que, a mesura que hi augmenti la seva presència, uns pobres resultats de l'empresa accelerin la substitució dels consellers executius, comparativament amb la que té lloc als consells on la proporció d'externs és menor. No obstant això, l'evidència empírica per a Espanya mostra que la proporció de consellers externs no influeix en la rotació dels interns per a uns beneficis donats.

## DIMENSIÓ I ROTACIÓ DELS CONSELLS D'ADMINISTRACIÓ PER SECTORS

Sector	Nre. empreses	Nombre de consellers (mitjana 89-95)	Rotació anual de consellers (mitjana 90-95)	Nombre de consellers executius (mitjana 89-95)	% sobre consellers totals	Rotació anual de consellers executius (mitjana 90-95)
		Mitjana desviació típica	Mitjana desviació típica	Mitjana desviació típica	Mitjana desviació típica	Mitjana desviació típica
Energia, aigua	18	12,62	0,13	3,76	0,27	0,06
		5,99	0,17	4,13	0,22	0,16
Mineria, metall ciment	22	8,63	0,12	1,76	0,21	0,17
		3,49	0,21	2,14	0,22	0,42
Metall mecànica	14	8,12	0,25	1,43	0,18	0,21
		3,21	0,25	1,22	0,16	0,49
Manufactures	13	8,91	0,09	1,16	0,14	0,16
		4,48	0,19	1,26	0,15	0,39
Construcció	4	9,93	0,19	3,11	0,32	0,18
		2,48	0,22	1,10	0,11	0,33
Comerç i serveis	7	6,02	0,11	1,85	0,38	0,11
		2,83	0,21	1,03	0,29	0,36
Transport i comunicacions	5	13,49	0,13	3,38	0,25	0,05
		6,18	0,17	3,64	0,18	0,16
Immobiliàries	5	12,80	0,11	2,68	0,20	0,07
		5,94	0,21	2,48	0,11	0,22
Bancs	25	13,03	0,12	3,60	0,31	0,11
		6,93	0,26	3,80	0,27	0,35
<b>Totals</b>	<b>113</b>	<b>10,46</b>	<b>0,12</b>	<b>2,54</b>	<b>0,24</b>	<b>0,13</b>
		5,60	0,22	3,02	0,22	0,35

Font: Gispert (1998).

Les evidències disponibles sobre els consells de les empreses espanyoles que cotitzen en borsa es comparen al quadre 4.6 amb evidències provinents d'estudis sobre altres països. La comparació du a les següents conclusions.

- La dimensió mitjana dels consells espanyols està en línia amb la dimensió mitjana a les empreses d'altres països del seu entorn, en especial si excloem les empreses fins fa poc de propietat pública.



Quadre 4.6

**DADES COMPARATIVES SOBRE EL CONSELL D'ADMINISTRACIÓ**

	Espanya (1)	Alemanya (2)	Regne Unit (3)	Estats Units (4)	Japó (2)
Dimensió mitjana consells	11	25	9,3	13	22
Proporció de consellers executius (%)	25,0	30,0	69,0	30,0	95
Rotació consellers					
Externs (%)	14,0	12,6	4,2	–	–
Executius (%)	12,5	11,2	9,2	–	–
Relació entre rotació consellers, resultats de l'empresa <sup>(5)</sup>	–0,120	–0,103	–	–0,72	–

(1) Gispert (1998) inclou rotació natural per jubilació o defunció.

(2) Kaplan (1994a) i Franks i Mayer (1997). Els consellers executius es corresponen amb membres del consell directiu i els consellers externs, amb membres del consell de vigilància.

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

(4) Kaplan (1994b).

(5) Coeficient de regressió entre rotació de consellers i rendibilitat borsària.

- No hi ha evidències que, de forma generalitzada, els consells estiguin dominats per interns o executius. En canvi, la proporció d'aquests consellers és al límit inferior quan es compara amb la d'empreses d'altres països. De mitjana, el termini de permanència dels consellers al seu lloc està en línia amb el que s'observa en altres països.

- Uns pobres resultats financers de les empreses augmenten significativament la probabilitat de rotació al consell i afecten els consellers interns i externs, si bé aquesta probabilitat no depèn, en el cas d'Espanya, de la proporció de consellers externs. Altra vegada, els resultats espanyols no difereixen dels que s'observen en altres països, de manera que no hi ha raó per atribuir als consellers de les empreses espanyoles un poder d'«atrinxerament» superior al dels consellers en empreses d'altres països.

- Apreciades en conjunt, les evidències empíriques resumides al quadre 4.6 revelen que uns pobres resultats financers comporten un augment en la proporció de consellers que abandonen el consell, que, en la seva significació estadística i magnitud, no difereix gaire segons els països, tot i les notables diferències en el model general de govern entre els uns i els altres (països anglosaxons enfront de la resta). Aquestes diferències no semblen

repercutir en la seva eficàcia per penalitzar els directius quan els resultats financers de l'empresa no són satisfactoris.

- La coincidència en els indicadors de *performance* en la tasca disciplinària del consell no ha de dur a la conclusió que aquests indicadors hagin de ser acceptats com satisfactoris. Els crítics del model de govern nord-americà argumenten que les evidències empíriques disponibles per a les empreses d'aquest país suggereixen que l'acció disciplinària del consell triga massa temps a exercitar-se d'ençà que apareixen els primers senyals d'alarma.<sup>(8)</sup> Si aquesta crítica és correcta, possiblement sigui extensible a tots els països estudiats.

### Propostes de canvi

Les reflexions suscitàdes a Espanya sobre el consell d'administració i el seu funcionament, de les quals l'informe del Cercle d'Empresaris és un exemple representatiu, han estat acompanyades de recomanacions de canvi, amb la finalitat última, segons l'informe esmentat, de «reforçar el paper del consell en la vida de l'empresa» (p. 5).

La culminació d'un estat d'opinió, influït sens dubte pels debats sobre les iniciatives que tenen lloc en altres països, es plasma en el *Codi de bon govern* realitzat per una comissió presidida pel catedràtic Manuel Olivencia a partir d'un encàrrec del Ministeri d'Economia. El *Codi* té la finalitat última de recomanar un conjunt de pràctiques per a la composició i el funcionament del consell d'administració de les societats espanyoles que cotitzen en borsa i amb un percentatge majoritari d'accions de lliure circulació, buscant «la transparència i la responsabilitat del consell, i eficàcia, al servei de l'interès social, definit d'acord amb la regla de creació de valor per a l'accionista».

El *Codi* de bones pràctiques redactat per la comissió Olivencia s'arreglera des del principi amb la perspectiva financera del govern empresarial, que té el referent més clar en els països anglosaxons. En aquest sentit, el codi parteix de la premissa d'una evolució del nostre mercat de capitals que derivarà cap a un increment del capital flotant, amb el consegüent «major risc

(8) Vegeu Jensen (1993) i les referències que s'hi citen.

de divergència d'interessos entre la propietat i la gestió». Correspon al consell intervenir perquè aquesta divergència no es giri en contra dels resultats que aconsegueixen els accionistes i per aquest motiu es recomana que actuï com un «instrument de supervisió i control, dirigit a alinear els plans dels qui gestionen la societat amb els interessos dels qui aporten els recursos i suporten el risc empresarial.»

#### ***Requadre 4.1. Missió de l'empresa***

*• L'objectiu de l'empresa (i, per tant, de la seva direcció i administració) és conduir les activitats de negoci de manera que s'incrementin el benefici i els guanys dels accionistes. En l'assoliment d'aquest objectiu, el paper del consell és assumir la responsabilitat per l'èxit de l'empresa essent responsable de la seva gestió, tant enfront dels èxits com dels fracassos. Això significa escollir un equip directiu reeixit, supervisar l'estratègia corporativa i els seus resultats i actuar com un recurs de la direcció en matèria de política i planificació.*

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

*• L'objectiu únic i suprem compartit per totes les empreses cotitzades, al marge de les dimensions i del tipus de negoci, és el manteniment i el major augment possible en el valor de la inversió dels accionistes al llarg del temps. Tots els consells tenen aquesta responsabilitat i les polítiques, l'estructura, la composició i els processos de govern han de reflectir-ho.*

*Hampel Committee on Corporate Governance (gener, 1998).*

*• L'interès de l'empresa, considerada com un agent econòmic separat que persegueix els seus propis objectius, els quals són diferents dels interessos dels accionistes, els empleats, els creditors, els proveïdors i els clients, es pot entendre com el seu fi suprem. Al mateix temps, representa l'interès comú de totes aquestes persones que desitgen que*

*l'empresa sobrevisqui i prosperi. El Comitè creu, doncs, que els directors només s'han de preocupar en tot moment de defensar els interessos de la companyia.*

*Viénot Report, p. 5 (juliol, 1995).*

*• Generar benefici econòmic a llarg termini per augmentar la riquesa de l'accionista (o inversor) és necessari per atreure inversions en forma de recursos propis i és, per tant, la missió central de l'empresa. Al mateix temps, però, les empreses han de funcionar en el conjunt de la societat. En graus diferents, diversos sistemes nacionals i empreses individuals poden moderar els objectius econòmics per assumir objectius no econòmics. La total transparència d'objectius econòmics i no econòmics, tant pel que fa al sistema nacional com a l'empresa individual, serà necessària en una competència global pel capital.*

*Informe de l'OCDE sobre govern de l'empresa, p. 27 (abril, 1998).*

Per dur a terme aquesta tasca de supervisió, el consell assumirà responsabilitats directes en l'«aprovació de les estratègies generals de la societat: a) nomenament, retribució i, si escau, destitució dels més alts directius de la societat; b) control de l'activitat de gestió i avaluació dels directius; c) identificació dels principals riscos de la societat i implantació i seguiment dels sistemes de control intern i d'informació adequats; d) determinació de les polítiques d'informació i comunicació amb els accionistes, els mercats i l'opinió pública».

Finalment, l'informe assenyala dues condicions principals perquè el consell realitzi amb eficàcia la tasca de supervisió: a) assumir com a criteri d'actuació «la maximització del valor de l'empresa o [...] la creació de valor per a l'accionista», i b) incloure entre els seus membres consellers independents, «la missió primordial dels quals és fer valer al consell els interessos del capital flotant».

L'informe defensa un consell separat de la junta d'accionistes i de l'equip directiu, que assumeix una funció de supervisió, sense intervenir en la gestió quotidiana, procurant que les actuacions de l'empresa s'orientin cap a la creació de riquesa per als accionistes i fent creïble aquest criteri d'actuació davant dels inversors externs mitjançant la incorporació al consell de persones alienes als interessos de l'empresa, la reputació de la qual puja o baixa de valor amb una alta correlació amb el moviment en el preu de les accions. La proposta concorda plenament amb la que s'ha estès als països anglosaxons, tal com ha quedat resumida en un apartat anterior d'aquest mateix capítol.

### Comentari

El codi de bones pràctiques que recomana l'informe elaborat pel comitè d'experts espanyols i les premisses sota les quals s'elabora formen una proposta rigorosa i coherent per a un model d'empresa en què l'equip directiu té un alt marge de discrecionalitat a conseqüència d'una estructura accionarial dispersa i afectada per les ineficàcies pròpies d'una conducta de «passatger sense bitllet» quan els accionistes han d'atendre les funcions de supervisió. En les condicions descrites, és necessari crear un mecanisme que centralitzi el control i eviti que la discrecionalitat directiva es tradueixi en decisions contràries als interessos dels accionistes. El consell definit a l'informe pretén ser el mecanisme buscat, i els redactors apunten, com a evidències que confirmen que efectivament ho és, propostes similars elaborades en altres països i evidències empíriques sobre el fet que els mercats reaccionen favorablement a l'anunci de l'entrada de consellers independents al consell de les companyies.

No obstant això, fins i tot en el marc general en què s'inscriu l'informe, el model d'empresa anglosaxó, el consell és un mecanisme de control, però no l'únic. Una estructura financera amb més endeutament, un mercat de control actiu, la intensificació de la competència al mercat de productes, etc., reduiran el *cash-flow* lliure i ajudaran a alinear els plans dels directius amb els interessos dels accionistes. Hauria estat desitjable que l'informe s'hagués pronunciat sobre els possibles avantatges de la proposta que conté enfront d'altres alternatives, les complementarietats o els conflictes que es poden produir entre totes elles.

L'empresa sense un nucli d'accionistes estables de control amb prou feines està representada en el conjunt d'empreses espanyoles que cotitzen en borsa. És cert que la privatització d'empreses públiques ha augmentat el capital flotant al mercat, però en tots els casos hi ha un nucli de control amb àmplia representació d'entitats financeres i altres accionistes significatius amb possibilitats d'exercir un control sobre l'equip directiu. Més que una manca d'alineació entre els plans dels directius i els interessos dels directius, el que és d'esperar és que el conflicte entre el nucli de control i els interessos dels minoritaris. Hauria estat desitjable que l'informe es pronunciés sobre el grau de protecció que la llei de societats atorga en l'actualitat a l'accionista minoritari a l'empresa espanyola, valorant la conveniència d'actuar per la via legislativa enfront de les bones pràctiques, amb la incorporació de consellers independents, si es considera que la situació actual no és satisfactòria.

L'experiència recent de promoure iniciatives legislatives per augmentar l'autonomia al consell enfront de la junta d'accionistes, apel·lant a l'autocontrol que proporciona l'adhesió del consell al codi de bones pràctiques, ha estat molt contestada.<sup>(9)</sup> Això fa suposar que la tradició jurídica espanyola, molt més normativista que l'anglosaxona, i una estructura de propietat de les empreses notablement distinta descriuen un marc molt diferent al que ha dominat als països anglosaxons, pioners en la difusió dels codis de bones pràctiques en què s'inspira el codi espanyol. Noti's, per exemple, la situació al Regne Unit segons es descriu al quadre 4.6, on els consells tenen un clar predomini d'interns (executius), el que no passa en altres països, llevat del Japó. Reclamar una presència més gran dels consellers externs, com fa l'Informe Cadbury, entre les empreses del Regne Unit té un significat diferent al que té una petició similar en altres països en què el domini dels consellers externs està àmpliament estès.

El *Codi de bones pràctiques* identifica l'interès de l'empresa amb els interessos dels accionistes, d'acord amb el que és habitual als codis d'origen anglosaxó. Es distancia així de l'Informe Viénot, francès, que separa i anteposa l'interès de l'empresa en conjunt al dels accionistes. Encara més, el codi

(9) Com a mostra representativa, vegeu l'article d'opinió de Juan José López Burniol a *La Vanguardia* del 30 d'agost de 1998.

espanyol justifica la seva proposta afirmant que, en assumir com a criteri per a la presa de decisions la creació del valor per a l'accionista, s'està actuant d'acord amb l'interès social i s'està contribuint a la correcta assignació dels recursos.

Sota aquestes premisses era d'esperar que el *codi* evités qualsevol referència a la representació al consell de col·lectius d'interessats diferents al dels accionistes, com, per exemple, passa a Alemanya. No repetirem aquí els arguments exposats a l'apartat teòric sobre quina és o ha de ser la missió de l'empresa. Però, potser, hauria estat desitjable que el *codi* parés esment a la influència de la missió que l'empresa s'autoatribueix en les oportunitats de crear riquesa, en general i per a l'accionista en particular. En anunciar la seva missió, l'empresa assumeix un *compromís* amb el conjunt d'interessats implicats en l'acció col·lectiva, i d'aquest compromís es deriva la viabilitat o no de contractes implícits que influeixen en les decisions generals. En aquest sentit, ens sembla encertada la proposta realitzada a l'informe dels experts elaborat per encàrrec de l'OCDE, segons la qual el que l'empresa ha de fer és comunicar clarament quina és la seva missió i compromís perquè tots els interessats puguin actuar en conseqüència. Aquesta transparència serà rellevant en la mesura en què hi hagi empreses com The Body Shop (vegeu requadre 4.2), la missió de la qual es defineix assumint un compromís explícit amb tots els interessats.

#### ***Requadre 4.2. La missió de The Body Shop***

*The Body Shop és una empresa del Regne Unit que cotitza en borsa i que emet un «Informe per a interessats» (Stakeholder Report) sobre la seva missió social. L'informe es basa en part en una «auditoria social» i inclou una descripció de «Nous passos» que la companyia prova de donar per millorar les seves relacions amb els empleats, els franquiciats, els proveïdors, les comunitats en què opera i els accionistes.*

- *Dedicar la nostra activitat comercial a perseguir el canvi social i ambiental.*

- *Equilibrar d'una forma creativa les necessitats financeres i humanes dels nostres interessats: empleats, clients, franquiciats, proveïdors i accionistes.*

- *Assegurar decididament que el nostre negoci és ecològicament sostenible: satisfer les necessitats del present sense comprometre el futur.*

- *Contribuir de forma significativa a les comunitats locals, nacionals i internacionals amb les quals mantenim intercanvis, mitjançant l'adopció d'un codi que assegura l'atenció, l'honestetat, l'equitat i el respecte.*

- *Fer campanya de forma apassionada per la protecció de l'entorn i dels drets humans i civils i en contra dels experiments amb animals a la indústria de la cosmètica i de la cura del cos.*

- *Treballar incansablement per reduir la bretxa entre els principis i les pràctiques i perquè l'alegria, la passió i l'atenció formin part de la nostra vida quotidiana.*

- *Intentem parlar francament als accionistes sobre el nostre negoci i demostrar que la nostra base no és purament financera. Aquest Informe per a interessats, que presenta una base integrada, és un pas més en aquesta direcció.*

*The Body Shop Stakeholder Report, p. 1-26 (1997), tret d'OCDE (1998), p. 32.*

Tot això no és més que el reflex de la dificultat operativa de definir una missió i un objectiu de l'empresa que permeti exercitar el control i la supervisió amb eficàcia. Enunciar que l'objectiu últim és maximitzar el valor de l'empresa o, el que és el mateix, crear valor per a l'accionista estableix una directriu o orientació de les actuacions, però no evita la dificultat de traduir aquesta directriu en mesures concretes de resultats. Pot passar, per exemple,



que es maximitzi el valor (en el sentit que ex ante s'han pres decisions que són coherents amb aquest objectiu, atesa la informació disponible), però que *a posteriori* s'hagi destruït valor per a l'accionista, ja que el valor de les seves accions està per sota de quan les va comprar. És probable que situacions d'aquest tipus expliquin la nota<sup>(10)</sup> emesa pel Banc de Santander en plena crisi financera, advertint als seus accionistes que el seu propòsit de crear valor per a l'accionista no està formulat en termes de preus de les accions sinó en termes de creixement en el benefici per acció, mesura, d'altra banda, criticada per molts analistes financers. L'Informe Olivencia recull la dificultat de fer operatiu el criteri de l'«interès social» quan es tracta d'avaluar els resultats de l'empresa, però no es planteja que la dificultat continua existint amb els objectius que proposa com a alternativa.

***Requadre 4.3. Característiques més importants d'un consell actiu, independent i professional***

***Liderat en l'estratègia corporativa.*** El consell ha de guiar i participar en les decisions estratègiques bàsiques de la companyia. El consell ha de comprendre els riscos i les perspectives inherents a les tries estratègiques i, en col·laboració amb la direcció, hauria de desenvolupar un conjunt de fites i de referències per supervisar l'èxit del pla estratègic.

***Vigilància activa de la directiva.*** La tasca principal del consell és supervisar la direcció i fer-la responsable de l'assoliment dels principals objectius de l'empresa.

***Independència.*** Per vigilar la direcció, el consell necessita desenvolupar i manifestar un judici objectiu sobre la marxa de l'empresa, independent de la direcció [...]. Unes estructures concretes del consell i unes determinades pràctiques ajudaran a promoure aquesta independència; per exemple, posseir una majoria de consellers externs

(10) Vegeu *La Vanguardia* del 30 d'agost de 1998, p. 71.

*o nomenar un conseller no executiu president del consell. Algunes tasques més propícies per rebre opinions independents s'han de delegar en comitès especialitzats, compostos exclusivament per consellers externs. Aquests comitès independents es generalitzen entre les funcions d'auditoria, retribució de directius i nomenament del director.*

***Tutela de la funció d'auditoria.*** *El consell assumeix la responsabilitat última sobre la veracitat de la informació financera que es fa pública i sobre el compliment de les lleis per part de l'empresa [...]. Per assegurar que els estats financers s'elaboren i es comuniquen de forma objectiva, fiable i informàtica, el consell haurà de cooperar amb els auditors externs per millorar el sistema d'informació i interpretar de forma fidel els indicadors de resultat de l'empresa.*

***Control sobre el nomenament de consellers.*** *Una tasca important del consell és proposar els candidats a consellers perquè els accionistes puguin escollir els futurs integrants del consell. En alguns països aquesta tasca sol ser supervisada per consellers aliens a l'equip directiu.*

***Responsabilitat enfront dels accionistes i de la societat.*** *El consell ha de reconèixer, valorar i impulsar les responsabilitats «ciutadanes» de l'empresa, tant internes com externes. Al mateix temps que es responsabilitza davant dels accionistes, serà sensible també a les preocupacions d'altres interessats afectats per les decisions de l'empresa. El consell assegurarà un comportament ètic i el compliment de les lleis i de les regulacions a totes les àrees i països en què operi l'empresa.*

***Autoavaluació periòdica.*** *El consell ha d'avaluar el seu propi comportament i els resultats en un esforç continu per millorar.*

*Font: OCDE (1998, p. 40 i 50).*

## Conclusió

Potser la conclusió més general que sorgeix de les reflexions prèvies sobre el consell d'administració a les societats mercantils és que, des de diferents perspectives, s'està demanant un reforçament del paper del consell d'administració en aquestes societats, amb més protagonisme en la supervisió de la gestió quotidiana.

A Alemanya, el consell d'administració reconeix expressament la funció de supervisió i s'estructura en dos nivells per fer-la efectiva; no obstant això, en alguns àmbits i situacions se n'ha qüestionat l'eficàcia. Als països anglosaxons es respecta el caràcter monista actual dels consells, però es recomana reforçar-ne la funció supervisora incorporant al consell més consellers externs, diferents dels interns o executius, entre els quals els anomenats consellers independents (ja que no són accionistes de la societat i no hi tenen més interessos que els derivats de la seva presència al consell) han rebut una atenció especial, atès que són els únics externs quan a la societat tots els accionistes formen part de l'anomenat capital flotant. Al Japó, l'interès per reforçar el consell és més recent, quan s'han comprovat les febleses d'altres mecanismes de control, mentre que a Espanya es segueixen amb un cert mimetisme les recomanacions proposades als països anglosaxons.

Més discrepància hi ha a l'hora de delimitar el criteri sota el qual el consell ha de dur a terme aquesta supervisió, subordinat a l'objectiu o missió que es marqui l'empresa. Per al corrent més ortodox, aquest criteri no és altre que la maximització de la riquesa que els accionistes tenen compromesa en l'empresa, la qual cosa significa que la composició i el funcionament del consell s'han de dissenyar amb aquesta finalitat. El consell és un òrgan delegat de la junta d'accionistes, al qual la junta encarrega la defensa dels seus interessos col·lectius mitjançant la tutela dels contractes que s'estableixen amb altres propietaris de recursos diferents dels actius de l'empresa, propietat dels accionistes.

Enfront d'aquest plantejament dominant als països anglosaxons, i al qual s'adhereix l'informe de bones pràctiques de govern empresarial realitzat a Espanya sota la direcció del professor Olivencia, alguns autors de reconegut prestigi proposen perspectives alternatives sobre el paper del consell i la

missió de l'empresa. En la majoria dels casos, tots els interessats (accionistes, creditors, treballadors, clients, proveïdors, societat en general) tenen quelcom a perdre amb la marxa de l'empresa i, per tant, quan es prenen decisions, s'han de ponderar expressament els beneficis i els costos de cadascú. El consell ha de dur a terme la tasca de supervisió tenint en compte aquest criteri, de manera que, a vegades, serà recomanable, diuen, ampliar la representació a tots els col·lectius interessats. La representació dels treballadors al consell de vigilància alemany seria coherent amb aquest plantejament. És important notar que la perspectiva dels interessats no és del tot contradictòria amb algunes posicions ortodoxes, com la de Williamson, si bé aquestes posicions defensen el consell com a òrgan exclusiu per a la representació dels accionistes i propugnen mecanismes alternatius per a la protecció de les quasirendes de la resta d'interessats.

El capítol recull també propostes heterodoxes, com la de Blair i Stout, segons la qual el consell actua de fideïcomissari dels actius de l'empresa, els quals se sostreuen de la propietat de qualsevol interessat, i des d'una posició d'independència facilita l'accés a la resta de propietaris de recursos i administra els seus drets sobre els resultats de l'activitat, per assegurar la supervivència de la coalició. Parlar de propietat de l'empresa ja no té cap significat en aquesta situació, de manera que s'estaria d'acord amb Kay quan afirma que l'empresa no és realment de ningú.

Durant els últims anys i al fil del que ha passat en altres països, a Espanya s'ha generat un corrent d'opinió a favor de reformar el consell d'administració de les societats cotitzades en borsa, amb el propòsit de reforçar-ne el paper d'òrgan de supervisió de l'equip directiu. Les opinions s'han traduït en recomanacions, de les quals l'anomenat Informe Olivencia, sobre bones pràctiques de govern, és la manifestació més visible. Les bones pràctiques en transparència, independència i professionalitat que proposa l'informe ens semblen molt positives i oportunes. Ara bé, segons el nostre parer, les recomanacions s'haurien vist reforçades si l'informe hagués adoptat des del principi una perspectiva més àmplia (sense limitar-se exclusivament al model financer); si hagués tingut en compte la realitat de partença (estructura accionarial molt concentrada, fins i tot a les empreses cotitzades); si hagués realitzat un diagnòstic més precís de les deficiències que es volen compensar (per

exemple, als consells de les empreses espanyoles hi ha en general una majoria de consellers externs, el que no ha estat així tradicionalment al Regne Unit, per exemple).

Finalment, dins d'aquest capítol s'ha evidenciat que la resposta dels consells d'administració de disciplinar els equips directius quan els resultats dels accionistes empitjoren és similar entre empreses que actuen sota models de govern diferents. En particular, l'evidència que la rotació de directius quan disminueix la rendibilitat dels accionistes és similar entre empreses amb consells que difereixen pel que fa a col·lectius d'interessats representats, suggereix que hi ha una elevada correlació entre l'evolució dels resultats aconseguits pels diferents interessats. Una altra cosa ben diferent és saber si la reacció del consell davant de senyals d'alarma és prou ràpida i contundent per corregir el rumb de l'empresa abans que s'arribi a mals pitjors.

## V. Inversors relacionals

### Introducció

Aquest capítol analitza el govern de l'empresa quan hi ha inversors financers significatius en l'estructura de propietat, de manera que el control sobre els actius i la seva gestió per part de l'equip directiu no estan mediatitzats pel consell d'administració. Les condicions descrites defineixen el que s'ha anomenat «inversió o finançament relacional», caracteritzat per la presència en l'estructura de contractes de l'empresa d'inversors financers importants que es comprometen a mantenir la seva condició d'inversors a llarg termini i a aportar fons addicionals si es donen determinades contingències que ho facin necessari. Els compromisos acostumen a ser tàcits o implícits (no hi ha contracte formal) i l'inversor els contrau amb l'expectativa de capturar, a canvi, rendes futures. Exemples d'inversors relacionals són les societats de capital risc (sobretot, tal com funcionen als Estats Units), la majoria dels bancs als diferents països quan financen petites i mitjanes empreses, el banc principal al Japó i el «banc de casa» (*house bank*) a Alemanya, els accionistes estables, etc.

Seguint l'estructura del capítol anterior, dividirem l'exposició referint-nos primer a l'inversor relacional en el context del model de govern anglosaxó i, en particular, al debat sobre aquest tipus d'inversors sorgit als Estats Units a principis dels anys noranta. Amb posterioritat, l'exposició se centrarà en el cas del Japó i d'Alemanya, països en què la inversió relacional

ha tingut una major tradició i en què ha estat qüestionada per esdeveniments recents, com la crisi financera que està afectant el Japó i altres països asiàtics. Finalment, s'estudiarà el cas espanyol i s'aportaran evidències empíriques sobre l'estructura accionarial de les grans empreses que cotitzen en borsa i la influència de la borsa en els seus resultats econòmics i financers.

## 5.1. La inversió relacional en el debat nord-americà sobre el govern de l'empresa<sup>(1)</sup>

### Propostes

La premissa de la majoria dels analistes partidaris dels inversors relacionals als Estats Units és que els qui fan les ofertes públiques d'adquisició, els inversors institucionals i el mercat en general, pateixen de «curterminisme» o «miopia» a l'hora de fixar el preu de les accions, la qual cosa comporta uns pobres resultats en la mesura que obliga els directius a contenir-se de dur a terme inversions amb terminis a més llarg termini. Ja que l'inversor relacional és pacient, el seu horitzó temporal de decisió serà més llarg que el de la resta d'inversors i s'evitaran les decisions d'inversions ineficients.

Michael Porter (1992), per esmentar un dels autors que en el seu moment es va pronunciar amb més claredat sobre aquestes qüestions, escriu que «el sistema nord-americà d'assignar capital, tant dins de l'empresa com entre empreses, sembla estar fracassant», de manera que, «en un bon nombre de sectors, les empreses nord-americanes es col·loquen en un clar desavantatge per a la competència global». Més concretament, Porter argumenta que les empreses dels Estats Units suporten pressions internes i externes que les duen a invertir insuficientment en actius intangibles, com relacions intenses amb els proveïdors, serveis als clients, formació dels treballadors i altres capacitats organitzacionals. Aquests actius no són solament difícils d'apreciar pels inversors externs (fet que repercuteix en la consegüent valoració de les accions), sinó que, a la majoria dels sistemes de pressupostació i retribució interns, s'ignoren gairebé completament, de manera que els directius dels diferents departaments tenen incentius per passar per alt la possibilitat d'in-

(1) Romano (1996, p. 297-313) conté una síntesi clara i exhaustiva d'aquest debat.

vertir-hi. Mentre que els beneficis d'aquestes inversions tarden temps a materialitzar-se i es comparteixen per tota l'organització, els seus costos es reconeixen immediatament com despesa i es carreguen a les unitats internes.

La tendència a infrainvertir es podria contrarestar parcialment mitjançant una major centralització de l'autoritat i una comptabilització apropiada (capitalització en lloc de despesa) de les inversions en capacitats. Però, d'acord amb Porter, el problema és més profund i apunta al cor del sistema de propietat i de govern als Estats Units. A conseqüència de les lleis i de les regulacions posteriors als anys trenta, orientades a frenar els abusos i les concentracions de poder, a la gran empresa nord-americana es produeix una separació progressiva entre la propietat i el control. Els grans inversors institucionals que avui dominen la propietat de les empreses als Estats Units, argumenta Porter, estan desprovistos de mitjans per actuar quan els directius s'obliden dels interessos dels accionistes, mentre que els consells d'administració han estat, durant molt de temps, inoperants. La conseqüència immediata d'aquestes restriccions ha estat obligar els directius a mantenir perspectives a curt termini, ja que l'única forma d'evitar les penalitzacions del mercat era incrementar trimestre rere trimestre els beneficis. El sistema de govern nord-americà acaba accentuant els conflictes entre accionistes, creditors, directius i empleats, tot i que cada col·lectiu pot estar actuant racionalment, dins de les restriccions particulars a les quals està sotmès.

Les accions de les empreses al Japó i a Alemanya, en canvi, estan en mans de propietaris «dedicats» i «permanents», el propòsit dels quals és perpetuar l'empresa i no tant optimitzar el benefici període a període. La gran concentració de propietat i la participació dels inversors contribueixen a reduir els costos pel conflicte d'interessos entre la direcció, els accionistes i els creditors, i els costos per diferències entre la informació dels «interns» i la dels «externs». Amb això es redueix el cost del capital i, la resta igual, s'augmenta el preu de les accions.



### ***Requadre 5.1. Recomanacions de Porter (1992) sobre el bon govern de les empreses***

- *Incorporar accionistes estables i donar-los veu directa en el govern de l'empresa.*
- *Evitar les barreres artificials anti OPA que aïllin l'equip directiu de pressions competitives.*
- *Considerar la compra de l'empresa pels directius com una solució d'últim recurs.*
- *Nomenar accionistes, clients, proveïdors, empleats i representants de la comunitat membres del consell.*
- *Vincular els incentius retributius amb mesures de posició competitiva.*
- *Mantenir-se allunyats de diversificacions no relacionades.*
- *Canviar des d'estructures fragmentades cap a estructures organitzatives integrades.*
- *Transformar els sistemes de control financer en sistemes de control de la posició al mercat basats en:*
  - *una definició àmplia d'actius;*
  - *mesures de qualitat i de productivitat dels actius a més de quantitat;*
  - *utilització de mesures relatives en lloc d'absolutes.*
- *Evolucionar cap a pressupostos d'inversió universals mitjançant:*
  - *avaluació de programes d'inversió en lloc de projectes aïllats;*
  - *tractament unificat de totes les formes d'inversió;*
  - *separació de la determinació de la desitjada posició competitiva, de l'avaluació dels mitjans necessaris per aconseguir-la.*

## Discussió

Deixant de banda les febleses que també tenen aquests sistemes, la translació mecànica dels models d'inversió relacional del Japó i d'Alemanya als Estats Units és qüestionable. Les relacions múltiples, creant una xarxa de participacions accionaries creuades entre les empreses, obeeix al Japó al desig d'aconseguir una protecció més gran de les quasirendes corresponents a les inversions específiques d'empreses, de clients i de proveïdors. En el context nord-americà, aquestes inversions específiques amb prou feines han existit o, quan són necessàries, s'opta per la plena integració vertical. La justificació dels inversors relacionals s'ha de fer, per tant, dins del que és la preocupació principal del sistema de govern nord-americà: protegir les inversions dels accionistes del risc d'expropiació per part dels directius. Dit d'una altra manera, si la base de l'èxit dels sistemes de govern relacionals radica en el fet que hi ha sinèrgies a conseqüència de les múltiples interrelacions entre empreses, els sistemes de govern relacionals no tenen cabuda dins del sistema nord-americà, ja que, en general, aquestes sinèrgies i interrelacions amb prou feines existeixen. Un fons de pensions, per exemple, no té cap relació comercial amb l'empresa en què inverteix comprant accions, motiu pel qual protegir la inversió que realitza és l'última finalitat del seu paper d'accionista. La pregunta pertinent és en quins supòsits té sentit que un inversor que subscriu accions d'una empresa assumeixi un paper actiu en la supervisió de l'equip directiu, en lloc de deixar aquest paper als consellers que escull.

A la literatura econòmica i jurídica, els possibles beneficis de l'accionista relacional, amb participació significativa en el capital, s'han resumit en dos: i) aïllar l'equip directiu de les pressions del mercat, incloses les ofertes públiques d'adquisició hostil; ii) millorar la qualitat de la supervisió. El primer benefici té sentit només per als qui creuen que les OPA hostils són negatives i es justifica sota la premissa que el mercat és miop. El segon benefici està vinculat al primer, ja que s'atribueix a l'inversor relacional una actuació superior o qualitativament diferent a la que realitza el mercat de control.

La miopia o no del mercat és una qüestió empírica per a la qual l'evidència disponible no permet un veredict definitiu. En aquest sentit, hi ha estudis que demostren que, en general, el mercat valora positivament les

inversions en R+D i un altre tipus d'inversions amb rendiment a llarg termini (Chan *et al.*, 1990). Empreses que es protegeixen de l'amenaça d'OPA tendeixen a reduir la seva despesa en R+D (Meulbroek *et al.*, 1990). Les empreses objectiu en OPA es distribueixen per igual en indústries d'alta i baixa intensitat tecnològica i no hi ha diferències en l'esforç tecnològic d'empreses adquirents i adquirides en operacions de control (Hall, 1990).

L'avantatge supervisor de l'accionista significatiu enfront del de supervisió mitjançant els seus designats al consell es posa de manifest en empreses en què concorren les següents circumstàncies: i) empreses amb actius molt poc fungibles, és a dir, empreses amb una part molt substancial d'actius intangibles o amb actius tangibles molt específics; ii) empreses amb rendiments molt incerts dels actius, és a dir, empreses que tenen una habilitat desconeguda per aconseguir augmentar el valor dels actius, o empreses en indústries que tenen una demanda o unes necessitats tecnològiques molt volàtils.

Per a aquestes empreses, d'un banda, els fons propis són preferits al deute com a font de finançament (Williamson, 1988) i, de l'altra, la propietat accionarial concentrada és preferida a la propietat dispersa, perquè hi ha una major necessitat d'assegurar l'accés puntual a la informació i la disciplina immediata de la direcció, atès que els fons propis es poden exhaurir abans que el mercat no se n'adoni. L'inversor relacional, amb la seva presència al consell concentrant un nombre elevat de vots, té un accés més directe i ràpid a la informació i una capacitat de resposta més immediata que si entre l'equip directiu i l'accionista hi ha d'intervenir un consell controlat per externs. Des d'aquest punt de vista, la representació directa de l'accionista al consell constitueix una estructura de govern més intervencionista que quan hi ha consellers independents.

Però és evident que ser accionista significatiu i involucrar-se en una supervisió contínua de la direcció té un cost. En primer lloc, subscriure una participació accionarial important d'una empresa pot limitar les possibilitats de diversificació del patrimoni personal de l'accionista, si el patrimoni no és gaire gran. En segon lloc, hi ha el cost d'oportunitat pel temps que dedica a realitzar la supervisió des del consell. En tercer lloc, està subjecte a unes obligacions legals d'informació sobre les participacions accionaries que té, a

canvis en aquestes participacions, al respecte a les normes de la informació privilegiada, etc.

Dins del context en què ens movem, on els inversors relacionals no tenen vinculacions amb l'empresa més enllà de la seva condició d'accionistes, la inversió relacional (i, fins i tot, la presència d'accionistes significatius) no serà una solució eficient per a la generalitat de les empreses. La funció dels accionistes significatius depèn de si la naturalesa dels recursos de l'empresa demanda un paper més actiu que les tasques habituals d'escollir els consellers i d'intervenir en els assumptes de l'empresa en èpoques de crisi. Des d'aquest punt de vista, la inversió relacional és una forma de supervisió «forta» per als accionistes, que contrasta amb la forma «feble» pròpia de l'accionista que només intervé en temps de crisi. Seguint la regla que emana de la teoria dels costos de transacció (cada estructura de govern s'adapta a la naturalesa/característiques de les transaccions), esperem que els accionistes significatius s'involucrin en inversió relacional (és a dir, actuïn d'acord amb la forma forta de supervisió) quan es donin circumstàncies particulars: actius poc fungibles i *cash-flow* futurs molt incerts.

L'accionista important que actua de supervisor actiu es posicionarà en un punt intermedi del conjunt d'estructures de govern entre el 100% de propietat difusa i consells independents i el 100% de propietat concentrada per mitjà d'una operació de presa de control. Per tant, és d'esperar que en comparteixi el control amb altres accionistes minoritaris. Una qüestió rellevant és si, des d'aquesta posició de control, l'accionista significatiu està en condicions d'obtenir beneficis privats, en contra dels interessos dels accionistes minoritaris, de manera que una part dels beneficis de la supervisió activa no redunda en eficiència col·lectiva sinó en rendes del grup de control. La captura d'aquestes rendes pot comportar també que l'accionista de control s'«atrinxeri» en aquesta posició i impedeixi la transferència del control a altres grups que estan en condicions de millorar els resultats col·lectius.<sup>(2)</sup>

Tot el que s'ha exposat fins aquí ens du a la conclusió que l'exercici de la inversió relacional té beneficis (millora la supervisió sobre l'ús eficient dels recursos de l'empresa) i costos (recursos invertits en la supervisió, apro-

(2) Morck *et al.* (1988) i McConnell i Servaes (1990) presenten evidències empíriques d'aquest possible atrinxerament.

piació de beneficis privats, atrinxerament, excessiva exposició al risc, etc.) que caldrà ponderar per arribar a un resultat final. Des d'aquesta perspectiva, alguns autors (Demsetz i Lhen, 1985) postulen que cada empresa escull l'estructura de propietat que optimitza la diferència entre beneficis i costos i maximitza el valor de mercat. Si és així, l'evidència empírica ens diu que les estructures de propietat varien segons les empreses de forma consistent amb el que cal esperar des de la maximització del valor. Les evidències que aporten Demsetz i Lhen van efectivament en aquesta direcció, però també n'hi ha una altra que suggereix ineficàcies en la tria de l'estructura de propietat. Més que entrar en detall en revisar l'extensa literatura existent,<sup>(3)</sup> ens centrarem en exemples de models organitzatius que sí han tingut èxit en el desenvolupament de la inversió relacional als països anglosaxons.

### Exemples d'inversió relacional als Estats Units

La perspectiva d'inversió relacional posada de manifest a partir de l'aplicació de la teoria dels costos de transacció al disseny de mecanismes de govern té la seva manifestació més visible als Estats Units a les societats de capital risc (*venture capital*)<sup>(4)</sup> i a les societats de compres palanquejades (*leveraged buyouts* o LBO).

Les societats de *capital risc* prenen participacions accionaries importants en les empreses en què inverteixen i es converteixen en supervisors actius mitjançant la presència al consell d'administració. La intensitat d'aquesta activitat, mesurada pel nombre de llocs del consell ocupats per la societat de capital risc, augmenta quan s'ha de produir la rotació en el lloc de CEO, moment en què previsiblement la necessitat de vigilància és més gran. Ja que la societat de capital risc finança empreses de recent creació (*start-ups*), la incertesa dels fluxos de caixa és molt gran.

(3) Una excel·lent i completa revisió de la literatura anglosaxona sobre la relació entre propietat, control i resultats de l'empresa es pot veure a Short (1994). Vegeu també Galve i Salas (1995).

(4) El significat de *venture capital* a la terminologia dels Estats Units acostuma a ser força més restrictiu que en altres països d'Europa. Black i Gilson (1998) defineixen *venture capital* com «inversió per organitzacions especialitzades en empreses d'alt creixement, alt risc i, amb freqüència, alta tecnologia que necessiten capital per finançar el desenvolupament de productes o el seu creixement i que, per la naturalesa del seu negoci, necessiten que el finançament sigui en forma de fons propis» (p. 2). És, doncs, quelcom més que aportació de fons propis en lloc de deute. Black i Gilson resumeixen molt bé les característiques de les organitzacions de *venture capital* en el context nord-americà i qüestionen que pugui reproduir-se amb unes característiques similars en altres països de l'Europa continental o al Japó.

Les empreses de capital risc acostumen a especialitzar-se en indústries informàtiques, electròniques i comunicacions, totes d'alta tecnologia i amb actius que tendeixen a ser molt específics de l'empresa i difícils de valorar i de ser utilitzats de col·laterals en operacions de préstec, en especial durant les primeres etapes del negoci. Totes aquestes característiques de les organitzacions que reben els fons de la societat de capital risc es corresponen amb l'explicació de la inversió relacional des de la teoria dels costos de transacció. No obstant això, ja que el finançament s'aporta en etapes successives, la societat de capital risc tindrà més capacitat d'influència sobre la direcció que l'inversor relacional que realitza l'aportació de cop, sense possibilitat de realitzar aportacions futures.

Les societats de capital risc també comparteixen la característica d'inversor pacient que s'atribueix a l'inversor relacional. El temps mitjà de permanència com a accionista de l'empresa que finança és de cinc anys i, quan l'empresa surt a borsa, conserven una part substancial del capital durant un any com a mínim (Sahlman, 1990, pp. 483-487). Finalment, la societat de capital risc no manté altres relacions amb l'empresa participada que actuar d'inversor relacional, la qual cosa assegura que no sorgiran conflictes d'interessos quan l'empresa es plantegi sortir a cotitzar en borsa.

*L'organització LBO* també ha estat reconeguda com una forma de participar en el finançament de les empreses que origina un tipus d'inversió relacional, tot i que la forma d'adquirir aquesta condició, l'exercici de la seva funció supervisora i el tipus d'empreses a les quals s'acostumen a dirigir els inversors són diferents de les societats de capital risc.<sup>(5)</sup>

L'empresa LBO es converteix en accionista d'una altra empresa mitjançant, la major part de les vegades, una operació de presa de control amb característiques d'OPA hostil, ja que comporta la sortida de l'equip directiu existent. Quan s'aconsegueix el control, es dota l'empresa adquirida d'una estructura financera amb una elevada proporció de deute. D'altra banda, les accions es reparteixen gairebé exclusivament entre l'empresa d'LBO i l'equip directiu de l'empresa adquirida, de manera que l'equip directiu concentra una part significativa del capital. La condició d'accionista de control permet a

(5) Sobre les organitzacions d'LBO, vegeu Jensen (1989, 1993).

l'empresa d'LBO tenir representació al consell i actuar com un accionista actiu. Aquesta condició acostuma a prolongar-se durant uns quants anys, la qual cosa converteix l'empresa d'LBO en un inversor a llarg termini; en aquest sentit, Kaplan (1991) manté que l'empresa sotmesa a una operació d'LBO acostuma a mantenir-se com empresa tancada (fora del mercat de capitals) durant sis o set anys; a més a més, l'empresa d'LBO manté una participació accionarial significativa uns quants anys més enllà del moment en què l'empresa finançada torna a cotitzar en borsa (quan això passa).

L'objectiu últim d'una operació d'LBO és reduir la tresoreria lliure de l'empresa intervinguda i augmentar el poder dels incentius dels directius fent-los partícips significatius del capital de l'empresa. La reducció de la tresoreria lliure s'aconsegueix amb l'alt endeutament de l'empresa i, per aquest motiu, per no caure en un excessiu cost esperat de fallida, l'empresa objectiu de l'operació LBO ha de tenir una dotació d'actius que li atorgui la condició de col·lateral del deute. Per això, les empreses candidates a ser susceptibles d'una operació d'LBO romanen en sectors de baix creixement, amb actius d'alt valor de liquidació i, per tant, amb menys intangibles (baixa intensitat en R+D), per exemple venda al detall i manufactura.

Les associacions d'LBO i els fons de capital risc superen moltes de les limitacions d'informació que afecten els típics consells d'administració. L'operació per mitjà de la qual adquireixen la condició d'accionistes de l'empresa objectiu els proporciona un coneixement detallat de pràcticament tots els aspectes del negoci. A més a més, els consells acostumen a mantenir contactes freqüents amb la direcció de l'empresa, que pot arribar al contacte diari en temps difícils. L'*staff* de les associacions d'LBO o de les societats de capital risc facilita el contacte i el flux d'informació amb l'empresa participada, proporciona els serveis financers necessaris a les empreses operatives i serveix d'interface entre les empreses i els mercats de capitals.

L'estreta relació entre els socis de l'associació d'LBO o els socis del fons de capital risc amb les empreses que mantenen a la seva cartera permet que les associacions es converteixen en quelcom més que en subministradores de fons i en tutores de l'ús eficient d'aquests fons. En aquest sentit, l'empresa objectiu rep assistència directiva similar a la que proporciona una empresa de consultoria i el fons de capital risc proporciona a l'empresa que

neix el capital reputacional a partir del qual l'empresa acabada de crear adquireix credibilitat en les seves relacions amb tercers, de forma semblant al que passaria si es tractés d'un banc d'inversió.

A més d'aquests trets comuns, l'associació d'LBO i el fons de capital risc mantenen notables diferències que és convenient tornar a recordar: la primera intervé en l'empresa objectiu per mitjà d'una compra hostil, mentre que el segon ho fa per invitació del propietari-directiu. L'associació d'LBO es fa amb pràcticament tot el capital de l'empresa objectiu i adquireix el control absolut, mentre que el fons de capital risc no assumeix aquest control. Per aquests motius, les associacions d'LBO són contemplades per alguns autors (Romano, 1996) com més properes al mecanisme de govern de la presa de control que al mecanisme de la inversió relacional. Les característiques diferencials expliquen que les associacions d'LBO s'especialitzin en resoldre problemes de govern en empreses madures i els fons de capital risc en empreses joves i amb potencial de creixement.

### ***Requadre 5.2. LBO i capital risc: lliçons generals per al bon govern societari***

*Els comentaristes nord-americans sobre govern de l'empresa han valorat en general molt positivament les associacions d'LBO i els fons de capital risc, tot i que aquesta valoració és més unànime per als fons de capital risc que per a les associacions d'LBO. En aquest sentit, estudis empírics realitzats als Estats Units mostren que les operacions d'LBO, durant els anys vuitanta, van representar premis entre el 40% i el 50% per als accionistes que venien en l'operació pública de compra, mentre que el valor de l'empresa dos mesos abans de la compra es multiplicava per 2,35 tres anys més tard. L'èxit dels fons de capital risc s'avalua en termes qualitatius (la seva contribució al desenvolupament de les empreses altament innovadores) i quantitatius: 34 bilions de dòlars invertits a finals del 1994 i diversos bilions de dòlars*



*aconseguits anualment mitjançant operacions de sortida a borsa per part d'empreses amb presència de fons de capital risc.<sup>(6)</sup>*

*Atesos aquests èxits, Jensen (1993) proposa la següent llista de trets característics d'un sistema de govern com el que resulta de les actuacions dels fons de capital risc i de les associacions d'LBO, les quals poden servir de referència per a qualsevol empresa que desitgi dotar-se d'un sistema de govern eficaç:*

*a) Prohibició de subsidis creuats entre divisions i transferència d'excedents de tresoreria de les excedentàries a les deficitàries.*

*b) Elevada concentració d'accions a l'equip directiu i al consell (20% a l'equip directiu i entre 20%-60% al consell, valors mitjans dels LBO nord-americans als vuitanta).*

*c) Membres del consell que representen de forma directa una fracció elevada dels titulars de les accions.*

*d) Consells petits, amb no més de vuit membres.*

*e) El CEO, o conseller delegat, és l'únic membre intern del consell.*

*f) Evitar en tant que sigui possible que el CEO presideixi també el consell.*

## **El paper dels inversors institucionals**

Als països anglosaxons els inversors institucionals, fons d'inversió i de pensions, companyies d'assegurances, concentren una part molt important de les accions emeses per les societats cotitzades. La seva expansió creixent en els últims vint anys, coincidint amb una etapa en què el model de govern

(6) Jensen (1993, p. 861) enumera les referències que proporcionen aquestes xifres. Les operacions d'LBO a finals dels anys vuitanta van tenir, però, una elevada taxa de fracassos, fet que va qüestionar la seva eficàcia i va desencadenar una reacció legislativa en contra del mercat de control hiperactiu.

de les empreses nord-americanes rebia fortes crítiques, ha dut molts investigadors a proposar que els inversors institucionals realitzin, en països com Estats Units, la funció d'inversor relacional que a Alemanya o al Japó duen a terme els bancs i/o els accionistes estables. Després d'alguns anys d'avaluar què ha succeït realment, hi ha una convicció força generalitzada que els inversors institucionals no poden ser considerats pròpiament inversors relacionals.

Amb algunes excepcions, l'eficàcia de les quals com a accionistes actius no està del tot confirmada,<sup>(7)</sup> hi ha una opinió àmpliament compartida que la principal contribució dels inversors institucionals al govern de les empreses, als Estats Units, ha estat de facilitadors del funcionament del mercat de control, mitjançant la influència en els equips directius per evitar que aixequessin barreres amb el propòsit de dificultar l'adquisició externa de l'empresa (Macey, 1998, p. 23). Això significa que la participació dels inversors institucionals en el govern de l'empresa nord-americana ha estat, sobretot, per mitjà de la venda d'accions (sortida), amb prou feines sense involucrar-se en la supervisió, consell o orientació dels equips directius (veu). Les raons que s'han donat per explicar aquestes pràctiques són diverses.

En primer lloc, els inversors institucionals operen en un entorn competitiu. Els seus resultats són fàcils d'avaluar i el nombre d'inversors és elevat. En general, els inversors que compren participacions als fons esperen que els gestors d'aquests fons inverteixin els recursos rebuts, de manera que resulti una cartera diversificada en què s'elimini el risc específic de cadascuna de les empreses incloses. El tipus d'habilitats que es requereixen per gestionar les carteres amb aquesta finalitat són molt diferents de les que es necessiten per oferir suggeriments i consells als directius de les empreses. I, si les habilitats són diferents, no es pot parlar de sinergies en la participació dels inversors institucionals en la gestió i el govern de l'empresa.

En segon lloc, si un inversor institucional s'involucra en la supervisió i el control d'una empresa i amb això s'assoleixen millores en la gestió i en els resultats, aquests guanys es compartiran amb altres accionistes i, en particular, amb altres inversors institucionals. Ja que habitualment s'avalua els

(7) Per exemple, el cas del fons d'inversió CALPERS. Vegeu Smith (1996).

gestors dels fons en termes relatius a altres competidors similars, qui incorre en els costos de la supervisió i el control veurà que els seus resultats nets són inferiors als d'altres inversors que eviten aquests costos i es beneficien d'una gestió millor.

En tercer lloc, els inversors institucionals haurien de sacrificar liquiditat a canvi de tenir més veu en el govern de les empreses, ja que, si optessin per la veu, mitjançant la representació al consell, això els donaria accés a molta informació, però al mateix temps immobilitzaria la seva participació accionarial a l'empresa. En efecte, si en un moment donat l'inversor decidís vendre les accions, el mercat interpretaria aquesta decisió tenint en compte la seva condició d'accionista informat i penalitzant el preu de les accions de l'empresa. La informació que aconsegueix des de la posició d'accionista actiu no podrà ser utilitzada i, per tant, no hi ha contrapartides clares associades.

En resum, perquè els inversors institucionals s'involucrin més activament com a inversors relacionals han d'incórrer en despeses incrementals significatives: 1) incorporació de nou capital humà; 2) ineficàcies derivades de conductes de «passatger sense bitllet»; 3) pèrdua de liquiditat; 4) potencial responsabilitat legal a conseqüència d'actuar amb informació privilegiada.

## 5.2. Inversió relacional al Japó i a Alemanya

Les dues característiques més distintives que se citen per diferenciar el model de govern dominant al Japó i a Alemanya, en comparació amb el model nord-americà, són les participacions accionaries creuades entre empreses i les relacions properes i estables entre els bancs i les empreses. En el cas del Japó,<sup>(8)</sup> per exemple, el model queda resumit en «grups d'empreses (*keiretsu*) i banc principal (*main bank*)».

El sistema de banc principal no és una forma d'organització explícita, ni representa un contracte legal entre l'empresa i el banc. Es tracta de relacions en gran part implícites i, per tant, difícils de detectar per observadors externs. Quelcom similar passa amb els grups (*keiretsu*), de manera que les

(8) Referències bàsiques per al coneixement del model japonès són: Aoki (1994), Aoki i Patrick (1994), Sheard (1994) i Hoshi (1994).

fronteres són borroses i no és fàcil identificar les empreses que els integren. En el procés de delimitar els grups d'empreses, els investigadors centren la seva atenció en sis tipus de vincles o relacions entre bancs i empreses: reunions del club de presidents, finançament amb deute bancari, participacions accionaries creuades, intercanvi de consellers, transaccions amb productes intermedis i projectes conjunts. Dins d'aquests vincles, el sistema de banc principal es defineix com una relació estreta entre una empresa i un banc caracteritzada per: a) finançament amb deute bancari; b) participació accionaria creuada; c) intercanvi de consellers. Alguns autors (Aoki i Sheard, 1992) afegeixen a aquesta llista la vinculació del banc amb l'empresa pels serveis que presta en canalitzar cobraments i pagaments i en tutelar l'emissió de títols financers al mercat.

### Beneficis

Els beneficis dels grups d'empreses i del banc principal s'han relacionat amb l'alleujament de problemes d'informació i incentius als mercats financers i amb la protecció de quasirendes associades a inversions específiques.

La literatura financera ha identificat diversos problemes d'incentius i d'informació als mercats financers, que incrementen els costos dels fons aliens i limiten l'activitat inversora. Així, per exemple, Jensen i Meckling (1976) argumenten que, quan l'empresa col·loca més accions al mercat, la participació accionaria del propietari inicial es redueix i d'aquesta manera augmenta l'incentiu perquè aquest propietari desviï recursos cap al seu peculi particular, en detriment del conjunt d'accionistes. Els accionistes externs que subscriuen les accions anticipen que hauran de dedicar més recursos a supervisar la gestió del propietari i abaixen el preu que estan disposats a pagar per les accions, la qual cosa significa un cost més alt per a l'empresa que desitja ampliar el seu capital. Igualment, si l'empresa augmenta el seu finançament mitjançant el deute, l'incentiu de l'equip directiu per emprendre projectes d'alt risc augmenta, a conseqüència de la responsabilitat limitada. Anticipant el problema d'incentius, els creditors financers demanaran un interès més alt pel deute per compensar així els costos addicionals de super-

visió de les decisions de l'empresa. Per tot això, el cost dels fons externs necessaris per finançar les inversions noves és superior al dels fons interns (autofinançament).

Pel que fa als problemes d'informació, Myers i Majluf (1984) n'apunten alguns que també augmenten el cost del finançament extern. Això passa quan l'empresa té informació que els inversors externs no posseeixen i és difícil de transmetre. Un bon projecte, amb una rendibilitat superior a la mitjana, serà infravalorat pel mercat, el que fa que l'empresa suporti un cost superior al que pagaria si les asimetries d'informació no existissin.

El grup d'empreses i la relació de banc principal poden ajudar a resoldre aquests problemes d'informació i d'incentius.<sup>(9)</sup> Una estreta relació entre bancs i empreses per mitjà de l'endeutament, participació accionarial i intercanvi de consellers incrementa el flux d'informació entre empreses i bancs, igual que passa amb les reunions del «club de presidents». El fet que el banc sigui accionista i creditor de l'empresa mitiga altres problemes d'incentius en la relació entre accionistes i creditors. Alguns contrastos empírics d'aquestes hipòtesis confirmen que, efectivament, la pertinença a un grup d'empreses i la presència d'un banc principal redueixen la sensibilitat de la inversió a la disponibilitat de fons generats internament, en una mostra d'empreses japoneses (Hoshi *et al.*, 1991).

La insolvència financera ocasiona costos per tres raons. La primera fa referència al problema clàssic d'acció col·lectiva entre els creditors: si hi ha molts creditors, cadascun té incentius per rebutjar la renegociació del deute i actuar de passatger sense bitllet sobre les accions de la resta dirigides a salvar l'empresa. Fins i tot quan és col·lectivament eficient que els creditors condonin una part del deute, el problema d'acció col·lectiva pot fer prohibitiva la renegociació i s'arriba a una liquidació ineficient de l'empresa. En segon lloc, el problema d'informació al qual ja hem fet referència serà previsiblement més seriós per a una empresa amb dificultats financeres que per a una empresa financerament sana, ja que la primera tindrà moltes dificultats per convèncer els creditors sobre la seva viabilitat econòmica a llarg termini.

(9) La teoria econòmica sobre l'eficiència dels bancs com a supervisors del capital amb què es financen les empreses està magníficament exposada a Diamond (1984), Mayer (1988) i Hellwig (1991).

A més a més, els clients i els proveïdors perden la confiança en l'empresa, ja que anticipen la possibilitat que les dificultats financeres la duguin a la fallida.

El banc principal i el grup d'empreses ajuden a resoldre aquests problemes. En primer lloc, els fluxos d'informació que es generen dins del sistema alleugen les asimetries existents. En segon lloc, el banc principal, proporcionant una part substancial del deute de l'empresa i essent un dels accionistes significatius, ajuda a resoldre el problema d'acció col·lectiva. La participació repetida en el que «de fet» constitueixen consorcis de prestadors és una altra raó per la qual el sistema de banc principal redueix el problema d'acció col·lectiva. Per exemple, el banc Mitsubishi pot ser el banc principal d'una empresa del grup Mitsubishi, però aquesta empresa també és prestatària d'una empresa externa al grup. Mitsubishi, al seu torn, presta a empreses externes al grup com a banc no principal. Els bancs formen, de fet, un consorci de prestadors per al conjunt d'empreses o, com a mínim, per a les més importants. És clar per a tots els membres del consorci quin és el banc principal de cada empresa i s'espera que ajudi l'empresa quan tingui dificultats financeres. La participació repetida en el consorci i els beneficis que obté com a banc no principal estimulen el banc principal a fer el que s'espera d'ell per a la resta de bancs del consorci, tot i que això li representi un cost elevat a curt termini.

Finalment, ja que l'empresa en dificultats financeres dins del grup està vinculada als seus clients i proveïdors de múltiples formes, la manca de confiança serà necessàriament menys severa. A més a més, els clients i els proveïdors poden ser accionistes importants de l'empresa i compartir el mateix banc principal.

Hi ha un ampli anecdotari sobre rescats d'empreses en dificultats financeres per un banc principal. L'operació de rescat de Mazda organitzada pel Sumitomo Bank és una de les més conegudes. Hoshi *et al.* (1990) estudien el tema de forma sistemàtica i proporcionen evidències estadístiques que confirmen que l'estreta vinculació de les empreses a un grup i a un banc principal redueix els costos atribuïbles a la insolvència financera, i que les empreses en dificultats afiliades als grups aconsegueixen sortir d'aquesta situació en millors condicions que altres empreses independents.

## Participacions accionaries creuades

Com ja s'ha indicat, l'estructura accionaria de les empreses japoneses està dominada per un accionariat estable i per participacions accionaries creuades entre empreses. Al Japó, les institucions i les empreses posseeixen gairebé el 70% de totes les accions en circulació, de les quals el 25% pertany a empreses no financeres i el 44% restant a institucions financeres. A més a més, l'observació empírica revela que aquests inversors tendeixen a mantenir les accions durant un llarg període de temps, de manera que s'estima que, al Japó, dos terços de les accions estan en mans d'accionistes estables. Sheard (1994) dóna la següent definició d'«accionista estable»:

a) accepta abstenir-se d'exercitar els seus drets de control (si més no en moltes contingències), és a dir, manté les accions com un intern passiu i amistós amb l'equip directiu;

b) accepta no vendre les accions a terceres persones, en especial davant d'OPA hostils o d'operacions dirigides a augmentar participacions estratègiques en el capital;

c) accepta consultar a l'empresa les accions de la qual es mantenen, en l'eventualitat que hagi de vendre-les i li dóna l'oportunitat perquè esculli l'accionista estable que el reemplaçarà.

L'estabilitat accionaria redueix la probabilitat d'OPA hostils i, unida a les participacions accionaries creuades, complementa el sistema de banc central. Prevenint les OPA hostils es reforça el paper de supervisió i de tutela que ha de realitzar el banc principal, mentre que els bancs es veuen més estimulats per dur-la a terme, perquè, d'una altra manera, amb l'amenaça d'OPA, el canvi accionaria que comportaria l'OPA podria ocasionar canvis en el banc principal amb el qual es vincula l'empresa.

En segon lloc, mitjançant les participacions accionaries, els grups d'empreses aconseguixen reforçar els contractes implícits que governen les relacions entre les parts que intervenen en el procés productiu. Aquests contractes implícits, basats sobretot en la confiança, la reputació i el compromís, obeeixen a la dificultat de realitzar contractes explícits, pel seu alt cost. Amb els contractes implícits es busca aconseguir els màxims nivells de protecció de les quasirendes associades a les inversions específiques que realitzen els

qui participen en els diferents estadis del procés productiu (clients i proveïdors).

Un accionariat anònim i que entra i surt de la condició d'accionista amb facilitat no es pot vincular per mitjà de contractes implícits, ja que no pot mantenir relacions de confiança i compromís. Mitjançant l'agrupació d'empreses s'aconsegueix un equilibri entre les relacions a llarg termini i la protecció d'interessos propis que proporciona la propietat dels actius (integració vertical) i la flexibilitat que s'aconsegueix amb les transaccions de mercat. La protecció de les quasirendes estimula la inversió específica i, al mateix temps, atorga prou flexibilitat perquè el conjunt del procés s'adapti a les circumstàncies canviants.

La capacitat de compromís que proporcionen l'estabilitat dels accionistes i les participacions accionaries creuades s'ha vinculat també a les polítiques de recursos humans seguides majoritàriament per les grans empreses japoneses. Per mitjà d'aquestes polítiques (mobilitat funcional, relacions interpersonals entre treballadors, de dins de l'empresa amb treballadors d'empreses adjacents, ocupació estable, etc.), es busca promoure la inversió en capital humà específic, la qual cosa, al seu torn, genera importants quasirendes dins de l'organització. Perquè els treballadors tinguin incentius per realitzar la inversió específica, les quasirendes han d'estar protegides del risc d'expropiació pels accionistes. Els accionistes tenen l'oportunitat de realitzar l'expropiació, ja que són els beneficiaris de les rendes residuals i tenen els drets de control. Per tant, quan les quasirendes no es poden protegir mitjançant contractes explícits, els accionistes han de prendre iniciatives perquè les seves promeses ex ante de no dur a terme l'expropiació siguin creïbles. La condició d'accionista estable i/o la protecció anti OPA dels creuaments accionaris bloqueja l'opció de sortida dels accionistes, en redueix la liquiditat i fa menys creïble la promesa de no expropiació ex post. Els préstecs bancaris, quan no hi ha mercat secundari, són un altre instrument financer il·líquid; a més a més, estableixen pagaments fixos (interessos i principal) en els quals la renegociació queda exclosa mentre s'està al dia.

Més enllà del senyal de compromís en una relació a llarg termini, les participacions accionaries creuades generen un entramat de drets recíprocs que contribueix a atenuar les friccions entre els grups d'interessats compartint



entre tots els beneficis i els costos de cadascú. Els incentius per trencar contractes amb clients i proveïdors amb el propòsit de transferir valor als accionistes o de prendre prestats diners i a continuació exposar-se a riscos excessius en detriment dels creditors es minimitzen quan els qui es beneficiaran són al mateix temps accionistes de l'empresa que en sortirà perjudicada.

### **El cas d'Alemanya<sup>(10)</sup>**

La inversió relacional a Alemanya manté, en general, força similituds amb la que s'observa al Japó: hi ha una situació generalitzada de participacions accionaries creuades entre les empreses i una estreta relació entre bancs i empreses per mitjà de la figura del *house bank* i de la presència de representants dels bancs al consell. Informes publicats assenyalen, per exemple, que, cap a la meitat dels anys vuitanta, hi havia 88 participacions accionaries creuades entre les 100 societats més grans. Les institucions financeres ostenten paquets importants d'accions de les societats alemanyes i ocupen el segon lloc després de les participacions accionaries d'altres empreses. El Deutsche Bank, per exemple, té el 28,1% de les accions de Daimler-Benz. El conjunt de bancs alemanys té gairebé el 9% de les accions cotitzades en borsa, situació que contrasta amb el 25,2% d'accions en mans de les empreses japoneses.

Adicionalment, els bancs alemanys actuen de dipositaris de les accions en mans d'altres classes d'accionistes, el que, cap al final dels anys vuitanta, representava controlar, juntament amb les pròpies accions, el 50% del capital de totes les empreses cotitzades. Aquest control és conseqüència del dret de vot conferit per les accions en dipòsit.

Igual que al Japó, les accions en poder dels bancs amb prou feines es compren i venen al mercat. En molts casos, el banc en possessió de les accions serà també el *house bank* de l'empresa (similar al banc principal al Japó), amb el qual manté una estreta i prolongada relació. La proximitat entre el Deutsche Bank i Daimler-Benz és paradigmàtica en aquest sentit, fins al

(10) Vegeu Schneider-Leené (1992). Recentment, s'han publicat treballs amb una visió diferent de la inversió relacional a Alemanya i, en especial, de les relacions entre bancs i empreses (Edwards i Fischer, 1994; Edwards i Ogilvie, 1996).

punt que el president del consell de vigilància de Daimler-Benz prové tradicionalment del Deutsche Bank. Com ja s'ha dit al capítol anterior, aquestes relacions financeres i comercials, reforçades molt sovint amb participacions accionaries, es traslladen al consell d'administració i, en particular, al consell de vigilància, la composició del qual s'escull en un 50% entre accionistes estables i altres interessats en la sort a llarg termini de l'empresa, com bancs, proveïdors i clients.

Tot i les similituds, però, el Japó i Alemanya mantenen certes diferències, ja que, a Alemanya, els interessats importants estan representats i/o presents al consell (consell de vigilància), mentre que, al Japó, el consell està dominat per interns; a Alemanya, els accionistes tenen garanties addicionals sobre la protecció dels seus interessos. D'altra banda, les empreses alemanyes estan integrades més verticalment i acostumen a regular les relacions mercantils amb contractes explícits amb més freqüència que les empreses japoneses.<sup>(11)</sup>

## Costos

L'exposició anterior posa de manifest la lògica econòmica interna del model d'inversor relacional al Japó i a Alemanya, lògica que ha servit en bona part per explicar el gran èxit de les empreses d'aquests països en la disputa dels mercats mundials des dels anys de la postguerra fins a dates més recents. Precisament perquè aquest èxit coincideix amb la pèrdua de posicions competitives de les empreses nord-americanes, sorgeixen veus com la d'M. Porter demanant reformes en el model de govern dominant entre les empreses nord-americanes.

L'economia japonesa es troba en una crisi profunda, amb estancament del creixement, xifres rècord d'atur i fallides d'empreses i d'institucions financeres. En certa manera, la situació va ser avançada pels analistes i experts a principis dels noranta, quan es van produir els primers descensos significatius en beneficis, inversió i preus de les accions de les empreses japoneses. Aquests analistes associen la crisi de resultats empresarials a les

(11) Kester (1997, p. 238) documenta aquestes observacions.

deficiències en el sistema de govern de les empreses i posen en evidència els seus costos i limitacions.

Un dels primers en obrir el debat sobre el govern de les empreses al Japó va ser l'Institut d'Investigació Nomura, que, el 1992, feia el següent diagnòstic de la situació de les empreses japoneses.<sup>(12)</sup>

- Primer, el descens en els beneficis i en el preu de les accions excedeix molt el que podria esperar-se d'una fase a la baixa del cicle econòmic. En canvi, la severitat del descens és atribuïble a un excés de capacitat estructural, resultat, al seu torn, dels laxos criteris d'inversió utilitzats per les companyies japoneses.

- Segon, la pràctica de les participacions accionaries creuades entre les empreses japoneses ha impedit que els accionistes exerceixin la seva influència sobre la direcció, amb conseqüències negatives per a l'eficiència.

- Tercer, a més d'impedir que els accionistes vigilin de forma efectiva les seves polítiques d'inversió, les empreses empitjoren la situació retenint excessius beneficis, en lloc de repartir-los entre els accionistes per mitjà del pagament de dividendes i/o de la recompra d'accions.

Abans que Nomura divulgés el seu diagnòstic sobre els problemes de l'empresa japonesa, alguns acadèmics ja ho havien anticipat. Kester (1991), per exemple, fa referència al «cost ocult de l'èxit japonès» en els següents termes: el contundent èxit competitiu de les empreses japoneses i la retenció de la major part dels fluxos de caixa generats al mateix temps que s'esgoten les oportunitats d'inversió rendibles en els negocis tradicionals col·loquen les empreses, a finals dels vuitanta, en una àmplia folgança financera. Paral·lelament, el mercat financer es desregula i amb això augmenten les facilitats perquè les empreses puguin accedir als dos mercats globals de capital. Les empreses s'allunyen del banc principal i s'afebleix el mecanisme d'intervenció selectiva que permet el control sobre els directius. La folgança financera i l'allunyament dels bancs fa aflorar una alta discrecionalitat en els equips directius, que desencadena, al seu torn, pressions d'interessats diferents dels inversors financers per aconseguir objectius particulars. Sorgeixen així mani-

(12) Esmentat a Chew (1997, p. 245).

festacions d'egoisme que havia estat possible contenir en períodes d'alt creixement.

L'abundant tresoreria permet a l'empresa actuar sense sotmetre's a l'escrutini dels inversors financers i atendre demandes d'altres interessats. En aquest sentit, l'elevada liquiditat de les empreses japoneses durant els anys vuitanta s'explicaria com un mitjà per fer creïble el compliment de contractes implícits contrets amb interessats, com per exemple els treballadors, als quals s'ha promès un lloc de treball vitalici i determinats beneficis en la seva jubilació. Això explicaria el manteniment de nivells d'ocupació molt per damunt de les necessitats reals en sectors madurs de l'economia japonesa i les operacions de diversificació no relacionada que emprenen les empreses per prolongar el seu creixement i assegurar l'ocupació a treballadors i directius.

La situació descrita per Kester (1991) no és gaire diferent de la que havia afectat les empreses nord-americanes en els anys setanta, quan la superioritat competitiva les va col·locar en una posició de tresoreria excedentària que va desencadenar processos de diversificació poc meditats, fins al punt de destruir valor per als accionistes. La resposta al fracàs en la utilització de la tresoreria excedentària va ser, als Estats Units, l'activació d'un mercat de control poc amistós que va desfer una bona part dels conglomerats generats per la diversificació anterior. Les operacions de presa de control concentren la propietat, reemplacen els equips directius, desinverteixen allò que no crea valor per a l'accionista i tornen la tresoreria als accionistes.

Com afirma l'Informe Nomura, el problema de fons en el govern de l'empresa al Japó rau en la manca d'un accionista «responsable» i en el fet que les participacions accionarials estables aïllen els directius de la disciplina del mercat d'accions i eviten que els directius sotmetin les seves decisions d'acumulació d'actius a un sistema efectiu de control. Els directius s'han d'autodisciplinar i, en última instància, acaben responnent més a les demandes d'altres interessats que a les dels accionistes i altres proveïdors de capital, els quals, dins d'aquest entorn d'abundants recursos autogenerats, perden capacitat d'influència i no tenen vies d'intervenció.

La situació, si més no fins ara i sense oblidar alguns casos estel·lars de crisis empresarials relacionades amb crisis del sistema de govern empre-

sarial, és diferent a Alemanya. Les raons poden ser diverses, però cal recordar que a Alemanya els principals accionistes tenen vies de control i d'influència sobre l'equip directiu molt més efectives, ja que estan representats al consell de vigilància. Al Japó, en canvi, el consell està àmpliament dominat per interns. A més a més, a Alemanya la participació dels bancs en operacions de rescat de les empreses ha estat tradicionalment escassa, de manera que l'amenaça de fallida ha estat percebuda amb més intensitat entre els equips directius i entre els treballadors que en el cas de les empreses japoneses, sobre les quals existeix l'opinió força generalitzada que hauria estat efectiu dur a la fallida més empreses de les que realment han fet fallida.

### **Els costos de la relació bancs-empreses al Japó**

La desregulació dels mercats financers durant els anys vuitanta ha marcat un canvi de tendència en els patrons de finançament de l'empresa japonesa i, en particular, un descens en la dependència d'aquestes empreses del finançament bancari. En aquest sentit, abans de la desregulació, la proporció de deute bancari sobre el deute total era del 90%, mentre que el 1991 aquesta proporció se situava per sota del 50% (Hoshi, 1994). Aquesta desvinculació fa suposar que, juntament amb els beneficis d'un estreta relació entre bancs i empreses, en termes de menys restriccions financeres i d'ajuda en casos de dificultats financeres a les quals ja s'ha fet referència, la relació també genera costos.

Els bancs que aporten finançament de deute tendiran a ser més conservadors en les seves preferències pels diferents projectes en què s'inverteixen els fons que quan es tracta d'accionistes. Això és així perquè en condicions de responsabilitat limitada, si els resultats de la inversió són negatius, el banc perdrà el finançament atorgat, mentre que, si són positius, els guanys més importants correspondran als accionistes. Si el banc té influència sobre el procés de decisió de l'empresa, llavors procurarà que la decisió redueixi el risc de les seves inversions més enllà del que resulta eficient tenint en compte el que se sacrifica en rendibilitat. En segon lloc, la intervenció selectiva que realitza el banc li reportarà uns costos directes, igual que altres serveis d'informació i assessorament, dels quals el banc es rescabalarà possiblement

cobrant un sobrecost pel finançament. Si l'empresa és «dependent» del banc a conseqüència de les relacions a llarg termini, el sobrecost pot incloure la captura de rendes de monopoli.

Hi ha evidències empíriques que semblen confirmar aquestes previsions. Nakatami (1984) constata que les empreses clients d'un banc principal obtenen taxes de rendibilitat més estables en el temps, però, al seu torn, la rendibilitat mitjana de les empreses clients del banc principal és inferior a la de les empreses independents; aquest resultat també és detectat per Caves i Uekusa (1976) i per Weinstein i Yafeh (1998). Aquests últims autors indaguen sobre les vies utilitzades pel banc per aconseguir capturar rendes de les empreses. Segons els resultats, fins als anys vuitanta, quan es van liberalitzar els mercats de capitals al Japó, les empreses clients d'un banc principal tendien a utilitzar més capital que les independents, però, a partir de la liberalització, les diferències desapareixen. Aquesta evidència és interpretada pels autors com que el banc principal va millorar l'accés al capital de les empreses sota la seva òrbita durant els anys en què el mercat de capitals va estar fortament intervingut. A canvi, les empreses van pagar als bancs un tipus d'interès superior al que obtenien del finançament de les empreses independents. Finalment, Weinstein i Yafeh (1998) mantenen que les empreses afiliades al banc principal segueixen un patró de creixement diferent al de les empreses independents, atribuïble en principi a la influència del banc principal perquè l'empresa renunciï a oportunitats d'inversió arriscades però rendibles.

Com a corol·lari de la seva anàlisi, els autors conclouen que, quan els mercats de capitals estan poc desenvolupats i el finançament arriba a les empreses mitjançant la intermediació bancària i unes relacions estretes amb determinats bancs, és previsible que es produeixi una transferència de rendes des del sector real al sector financer de l'economia. Les seves conclusions són corroborades, a més a més, pels resultats d'altres treballs recents. Així, per exemple, algunes investigacions mostren que les empreses dependents de bancs s'han vist més afectades per la crisi financera del Japó durant els anys 1990-1993 que les empreses independents (reduint més les seves inversions, per exemple). D'altra banda, Edwards i Nibler (1998) mantenen que no hi ha cap efecte positiu de la participació dels bancs en el capital de les empreses sobre la seva rendibilitat.

## ¿Final del model d'inversió relacional al Japó?

La severa i prolongada crisi financera del Japó i d'altres països de la seva àrea d'influència ha estat relacionada per alguns analistes amb deficiències estructurals en el model de finançament i de govern de les empreses japoneses. Per aquest motiu, es vaticina el final del model d'inversió relacional que tants èxits competitius sembla haver proporcionat a les empreses fins no fa gaire.

Aoki i Ding (1997) entren a fons en la reflexió sobre la viabilitat del finançament relacional quan s'intensifica la competència als mercats de productes i als mercats financers. D'acord amb aquests autors, el banc principal, manifestació més visible del finançament relacional al Japó, és una institució que històricament s'ha vist reforçada per tres factors complementaris: una determinada regulació dels mercats financers, una estreta comunicació entre bancs i empreses i una fórmula de delegació mútua de supervisió i vigilància de les empreses entre els mateixos bancs.

La combinació d'aquests tres elements afavoreix l'aparició de rendes i de quasirendes en les relacions entre bancs i empreses, part de les quals se les apropien els bancs en contrapartida pels «serveis» que presten a les empreses, ja exposats més amunt. El futur de la inversió relacional, tal com ha funcionat fins ara, depèn de l'impacte sobre les rendes dels canvis que s'estan produint a l'entorn competitiu i tecnològic de les empreses. Així, per exemple, la liberalització dels mercats financers que es va produir al Japó als anys setanta va facilitar a moltes empreses de grans dimensions l'accés als mercats de capitals, va evitar la intermediació bancària i, possiblement, va evitar el control i la tutela de la banca sobre els seus projectes d'inversió. En el futur immediat, es preveu una liberalització que permetrà als estalviadors individuals negociar directament amb les institucions financeres fora del Japó. La competència que sobre la intermediació bancària exerceix una major facilitat d'accés als mercats no intermediaris repercutirà negativament en les rendes de monopoli que l'anterior regulació va fer aparèixer.

Els canvis al Japó, segons Aoki i Ding, també estan afectant directament les empreses i la seva organització interna. Segons aquests autors, la regulació vigent antiholding al Japó, la coordinació horitzontal i l'adminis-

tracció centralitzada de contractes de treball homogenis han creat elevades rigideses organitzatives a les empreses japoneses, a conseqüència de les quals s'han quedat endarrerides en el camí cap a la major flexibilitat que possibilita el desenvolupament de la tecnologia modular. Les empreses nord-americanes, en canvi, haurien aprofitat plenament aquests avantatges i els que permet un entorn més propici per a les fusions, les aliances i les escissions entre empreses.

Atesa aquesta situació, Aoki i Ding vaticinen una immediata legalització de l'estructura holding al Japó, a conseqüència de la qual és d'esperar que el cap del holding assumeixi funcions d'intervenció selectiva, cobertura de dèficits de tresoreria, reestructuracions, etc., que fins ara eren competència del banc principal. Per tot això, les quasirendes sorgides de la participació del banc principal en aquestes funcions també estan amenaçades.

Sota aquestes premisses, la inversió relacional al Japó es concentrarà en empreses en què les amenaces anteriors estiguin més afeblides, com, per exemple empreses petites i mitjanes i empreses joves en sectors aliens a l'alta tecnologia. D'altra banda, la desregulació del sistema financer possibilitarà que els bancs participin directament en operacions de col·locació d'accions i de bons al mercat, de manera que es crearà una nova via perquè s'intensifiquin les relacions entre els bancs i les empreses. En resum, s'espera que les relacions entre bancs i empreses al Japó s'apropin lentament a les que tenen lloc entre bancs i empreses als països anglosaxons.<sup>(13)</sup>

### 5.3. El cas espanyol

Farem referència a l'estructura de propietat (concentració accionarial i naturalesa del grup de control), a les relacions entre bancs i empreses i a les relacions detectades entre propietat i certes mesures de *performance* empresarial.

(13) Petersen i Rajan (1994, 1995) avaluen la importància del finançament relacional entre bancs i empreses als Estats Units i les conseqüències previsibles d'un augment de la competència entre les entitats financeres.



## Estructures de propietat

L'estructura de propietat es resumeix en tres variables: el tipus de control al qual està sotmesa l'empresa (absolut, majoritari, minoritari i intern), la naturalesa del grup que controla l'empresa (famílies, altres empreses nacionals, altres empreses estrangeres, institucions financeres, sector públic i mercat) i la concentració accionarial ( $A_p$ , percentatge d'accions que directament i indirectament controlen els  $p$  majors accionistes, per a  $p = 1, 3$  i  $5$ ). Diem que una empresa es troba sota *control absolut* quan l'accionista més important en controla el 80% o més de les accions; *control majoritari* significa que l'accionista més important controla entre el 50% i el 80% de les accions; l'empresa està sota *control minoritari* si l'accionista més important té menys del 50% de les accions, però les accions restants estan prou repartides per poder exercir un control efectiu; finalment, l'empresa es troba sota *control intern* o de l'equip directiu quan l'estructura accionarial està molt dispersa i no hi ha cap accionista significatiu.

El quadre 5.1 mostra la classificació de les empreses de la mostra per grups i tipus de control el 1990. El 75% de les empreses es distribueixen de forma equitativa entre els grups de control «familiar», «institucions financeres» i «altres empreses espanyoles». Només set empreses, el 2,3%, es consideren controlades per la direcció de l'empresa o consell d'administració, ja que no hi ha cap accionista amb una participació superior al 5%. Les empreses controlades pel sector públic només representen el 3,5% de la mostra, mentre que la resta, el 17,4%, són filials d'empreses estrangeres.

En funció de la variable tipus de control, el 58,8% de les empreses es troben sota control absolut o majoritari, de les quals un 14,1% són empreses en què l'accionista principal té el 80% o més de les accions. La proporció d'empreses en què l'accionista principal posseeix, com a mínim, el 50% de les accions mostra algunes diferències entre els grups de control i oscil·la entre el 57,7% de les empreses controlades per institucions financeres i el 85,7% de les empreses sota control del sector públic (el 1990 el procés de privatització encara no havia començat). La proporció d'empreses sota control majoritari sempre és més elevada que la proporció d'empreses sota control absolut. El control absolut és més freqüent entre subsidiàries estrangeres

(22,2% de les empreses) i empreses controlades per institucions financeres (19,2%) que entre les empreses sota control familiar (8,6%).

Quadre 5.1

## PROPIETAT I CONTROL DE LES GRANS EMPRESES ESPANYOLES. JUNY 1990

Nombre d'empreses

Tipus de control	Famílies	Entitats financeres	A. empreses nacionals	Empreses estrangeres	Sector públic	Mercat	Total empreses	% d'empreses per tipus de control
Control absolut	7	15	8	12	2	–	44	14,1
Control majoritari	43	30	36	23	7	–	139	44,7
Subtotal 1	50	45	44	35	9	–	183	58,8
Control minoritari	31	33	36	19	2	–	121	38,9
Control intern	–	–	–	–	–	7	7	2,3
Subtotal 2	31	33	36	19	2	7	128	41,2
<b>Total</b>	<b>81</b>	<b>78</b>	<b>80</b>	<b>54</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>311</b>	<b>100</b>
<b>Total %</b>	<b>26,0</b>	<b>25,1</b>	<b>25,7</b>	<b>17,4</b>	<b>3,5</b>	<b>2,3</b>	<b>100</b>	

Font: Galve i Salas (1992).

Pel que fa a les xifres de concentració accionarial, de la informació disponible es desprèn que, en el 70% de les empreses, l'accionista principal té més del 25% de les accions, mentre que, en un 35% de les empreses, el primer accionista posseeix la majoria de les accions. Quan la concentració accionarial s'avalua agregant les participacions dels tres principals accionistes, llavors en el 90% de les empreses els tres primers accionistes tenen, conjuntament, com a mínim el 25% del capital, mentre que la seva participació supera el 50% del capital en el 65% de les empreses (Galve i Salas, 1992).

Quan es compara l'estructura de propietat de l'empresa espanyola amb la dominant a d'altres països, es constata que s'apropa molt a la que s'observa entre les empreses de França i Alemanya, és a dir, la denominada estructura «europea continental» (quadre 5.2). Al mateix temps, s'allunya de forma clara del model «anglosaxó» (el Regne Unit i els Estats Units), amb

una estructura accionarial més dispersa, escassa participació accionarial creuada entre empreses, molt baixa participació accionarial directa dels bancs i alta presència d'inversors institucionals (Galve i Salas, 1992).

Quadre 5.2

### CONCENTRACIÓ DE PROPIETAT PER CLASSES DE CONTROL

Participacions dels cinc accionistes principals

	Espanya A'5		Estats Units A'5	
	Freqüència empreses	%	Freqüència empreses	%
Control absolut ( $x \geq 80$ )	96	31	2	0,4
Control majoritari ( $50 \leq x < 50$ )	157	50	41	8,0
Subtotal I	253	81	43	8,4
Control minoritari ( $5 \leq x < 50$ )	54	17,5	452	88,5
Control intern ( $x < 5\%$ )	4	1,5	16	3,1
Subtotal II	58	19	468	91,6
<b>Total</b>	<b>311</b>	<b>100</b>	<b>511</b>	<b>100</b>

Font: 1 Galve i Salas (1992).

2 Demsetz i Lehn (1985).

Pel que fa a l'evolució en el temps, segons el quadre 5.3, la proporció d'accions en poder dels diferents grups de control es manté pràcticament invariable el 1995 en relació amb el 1990, tot i que la fracció d'empreses controlades per cada grup ha canviat de manera significativa. La presència relativa d'empreses controlades pel grup familiar es redueix d'un 26,3% a un 16,7% el 1995, reducció que també té lloc al grup d'empreses sota el control de bancs i d'altres institucions financeres. Els grups de control d'altres empreses, en especial de capital estranger, augmenten la seva importància relativa. La crisi experimentada cap a la meitat de la dècada dels noranta va representar, doncs, un canvi en l'estructura de propietat de les grans empreses cotitzades i un reforçament del model de control «des de dins».

La informació sobre els canvis en la propietat de les empreses espanyoles cotitzades es completa amb el quadre 5.4, que mostra les transicions entre grups de control des del 1990 al 1995. Durant aquests anys, els canvis en el grup de control són nombrosos, la qual cosa indica que s'han transferit paquets significatius d'accions, en alguns casos per mitjà d'OPA; Eguidazu

Quadre 5.3

### DISTRIBUCIÓ D'EMPRESSES PER GRUPS DE CONTROL I PARTICIPACIÓ MITJANA EN EL CAPITAL DE CADA GRUP

	1990		1995	
	Percentatge de participació (mitjana)	Percentatge d'empreses en cada grup	Percentatge de participació (mitjana)	Percentatge d'empreses en cada grup
Famílies	54,6	26,3	45,8	16,7
Entitats de crèdit	43,8	20,2	42,6	18,4
Altres empreses nacionals	47,0	21,9	59,7	23,7
Empreses estrangeres	51,3	22,8	57,7	28,1
Sector públic	56,9	8,8	55,8	12,3

Font: Galve i Salas (1997).

Quadre 5.4

### MATRIU DE TRANSICIÓ DE CANVIS AL GRUP DE CONTROL DE LES EMPRESSES EN EL PERÍODE 1990-1995

	Control intern	Famílies	A. empreses espanyoles	Empreses estrangeres	Entitats de crèdit	Sector públic	Total (1990)
Control intern	—	—	—	—	—	—	—
Famílies	—	36,7	30,0	20,0	13,3	—	100
Altres empreses espanyoles	—	20,0	44,0	28,0	8,0	—	100
Empreses estrangeres	—	11,5	15,4	57,7	15,4	—	100
Entitats de crèdit	4,4	—	13,0	17,4	47,8	17,4	100
Sector públic	—	—	—	—	—	100,0	100

Font: Galve i Salas (1997).

(1996) en comptabilitza 87 entre els anys 1989 i 1995. El mercat de control és, a Espanya, relativament actiu, si fem cas d'aquestes xifres, tot i que, com també recorda Eguidazu, el mercat més important d'empreses ha estat privat i ha tingut lloc amb la compra d'empreses espanyoles per inversors estrangers.

Més difícil és fer valoracions concretes de l'eficàcia d'aquest mercat,<sup>(14)</sup> ja que no sabem si en les transaccions prevalen motius de correcció

14) La controvèrsia sobre l'eficiència del mercat de control ha generat molta literatura. Així, per exemple, Jensen (1988) atribueix al mercat de control, compres palanquejades i reestructuracions el qualificatiu d'«activitats productives emprenedores que milloren el control i la gestió dels actius i ajuden a mobilitzar recursos des d'uns usos productius a uns altres». Shleifer i Vishny (1988), en canvi, afirmen que en moltes operacions resulta difícil identificar les fonts de guany real d'eficiència i que la major part de les vegades hi ha guanyadors i perdedors.

d'ineficàcies en la gestió pels accionistes-directius actuals o, en canvi, es tracta d'operacions de tipus estratègic o organitzatiu (OPA d'exclusió, per exemple). Eguidazu (1996) argumenta que la prima mitjana del 15% que es paga de mitjana és baixa, comparat amb la que es paga als països anglosaxons, però Ocaña i Peña (1997) mostren que, abans de l'anunci públic de l'operació, hi ha rendiments anormals positius en l'evolució del preu de les empreses objecte de l'operació de compra que també podrien ser considerats part de la prima. Si es fa així, la prima que reben els accionistes de l'empresa objecte de l'OPA és del 41%, similar a la que es paga en països com el Regne Unit i els Estats Units. Fernández i García (1995) també troben evidències de rendiments anormals positius per als accionistes de l'empresa adquirida a partir del moment de l'anunci de l'operació.

### Estructura financera

Una altra dada d'interès sobre el govern de l'empresa espanyola és la seva estructura financera, de la qual es pot desprendre una informació valuosa sobre la relació entre les empreses i un col·lectiu d'interessats important, les entitats de crèdit. La informació surt de la Central de Balanços del Banc d'Espanya, ja que és més completa que la de les empreses cotitzades.

Les evidències empíriques (quadre 5.5) posen de manifest que el finançament bancari ha perdut importància relativa al llarg dels últims anys entre les empreses espanyoles, tant pel que fa al deute a curt termini com al deute a llarg termini. El finançament aliè no mitjançat, obligacions, s'ha mantingut estable des del 1997, en proporció al total del deute amb cost.

No es pot afirmar, per tant, que la pèrdua de pes del finançament bancari hagi estat substituït per un augment del finançament directe a través del mercat de capital, i això en un període en què els mercats no mitjançats de capitals han tingut un gran auge a Espanya. La pèrdua de pes relatiu del finançament aliè d'origen bancari ha estat compensada per l'aportació d'«altres deutes», el contingut concret dels quals resulta difícil de desxifrar amb la informació disponible.

Una altra dada destacable de la informació continguda al quadre 5.5 (part inferior) és que, dins dels immobilitzats financers que apareixen de for-

**L'ESTRUCTURA FINANCERA DE L'EMPRESA ESPANYOLA. 1983-1996**

En percentatge

	1983-86	1987-90	1991-94	1995-96
Deute amb cost / Total passiu	52,2	42,0	44,0	40,0
Deute bancari a curt / Deute a curt amb cost	88,0	73,6	57,2	55,0
Obligacions a curt / Deute a curt amb cost	6,5	15,6	19,0	13,0
Altres deutes a curt / Deute a curt amb cost	5,5	19,8	22,8	32,0
Deute bancari a llarg / Deute a llarg	64,0	59,6	54,4	52,5
Obligacions a llarg / Deute a llarg	21,0	23,6	23,5	20,2
Altres deutes a llarg / Deute a llarg	15,0	16,8	22,1	27,3
Inversions financeres permanents de capital / Actiu	6,1	10,0	14,6	15,4
Participació en la propietat de:				
Altres empreses residents	15,0	18,0	25,0	24,0
Entitats de crèdit	6,5	4,5	4,4	4,6

Font: Elaboració pròpia a partir de la Central de Balanços del Banc d'Espanya (1997).

ma creixent als actius de les empreses, adquireixen un lloc destacat les inversions financeres permanents de capital que inclouen les participacions accionaries en altres empreses. Aquesta dada evoluciona de forma força paral·lela a la de la proporció de capital de les empreses col·laboradores de la Central, en poder d'altres empreses. La participació accionaria de les mateixes empreses en poder de les entitats de crèdit es troba, en canvi, en un lleuger declivi, si bé sembla que s'està recuperant en els últims anys. A partir d'aquestes evidències es confirma la intensificació de les participacions accionaries creuades entre les empreses espanyoles, avançada per les informacions dels registres de la CNMV. No sembla aventurat suposar, doncs, que l'increment d'«altres deutes» al passiu del balanç es correspon amb finançament de deute facilitat d'unes empreses a altres dins d'un grup empresarial més o menys estructurat.

La informació de la Central de Balanços del Banc d'Espanya està coordinada amb la que es genera en altres països dins del projecte BACH. Això permet comparar les pautes de finançament de les empreses espanyoles amb les d'altres empreses de països veïns. En aquest context, Cano (1997)

posa de manifest que les estructures financeres de les empreses europees varien segons els països, en especial en el col·lectiu de petites i mitjanes empreses. Les empreses espanyoles i, en menor mesura, també les italianes presenten un nivell de fons propis sobre el total del passiu del balanç sensiblement superior al que es detecta a les empreses d'altres països europeus i de manera especial a les empreses alemanyes.

El mateix estudi indaga també en les possibles causes de les diferències observades en l'estructura financera de les empreses, en particular de les causes que poden obeir a factors de naturalesa estructural o institucional, com, per exemple, la legislació mercantil i concursal i la fiscalitat sobre beneficis.

A Alemanya, la regulació de les transaccions interempresarials es realitza, fonamentalment, mitjançant el codi civil, la qual cosa possibilita una àmplia mobilitat dels béns de l'empresa quan es tracta de garantir riscos de crèdit. A més a més, la legislació concursal prima els drets del creditor i accelera els tràmits en cas de no pagament. Sota aquestes premisses, les empreses cedeixen els seus immobilitzats materials i/o existències en garantia pel finançament que obtenen de les entitats de crèdit, fet que facilita l'accés al crèdit bancari i fa menys necessari el crèdit interempresarial.

La situació a Espanya és ben diferent. Aquí, per poder mobilitzar els béns del deutor, el creditor necessita que l'operació estigui formalitzada davant de notari o de corredor de comerç i inscrita al registre de la propietat (en cas d'hipoteca). El procediment concursal és lent i costós i atorga al deutor un elevat poder de control sobre el procediment; els creditors ordinaris (amb deutes que no tenen garantia hipotecària, per exemple) troben dificultats per recuperar els deutes concedits, i, atesa aquesta eventualitat, els nivells de garanties que exigeixen ex ante són molt elevats.

Pel que fa al paper de la fiscalitat en les decisions de capitalització, cal tenir en compte que, a Alemanya, el tipus marginal de l'impost sobre beneficis és molt similar al de la renda de les persones físiques, de manera que no hi ha incentius perquè els accionistes-propietaris retenguin els beneficis a l'empresa. Espanya, en canvi, té un tipus impositiu sobre beneficis molt inferior al marginal màxim sobre la renda de les persones físiques, de mane-

ra que resulta més avantatjós canalitzar rendes per mitjà de persones jurídiques, societats, que a través de persones físiques. La retenció de beneficis s'estimula i, amb ella, els majors nivells de capitalització.

La comparació dels balanços de les empreses a la base BACH du així a les següents conclusions: a) les grans empreses manufactureres europees presenten estructures financeres similars, fet que es podria interpretar com una evidència del notable avançament en el camí de la unificació dels mercats financers; b) les empreses mitjanes i petites veuen influïdes les seves decisions de finançament per factors de tipus institucional propis de cada país, la qual cosa implica, per exemple, que les empreses espanyoles podrien veure condicionades les seves decisions d'inversió per la disponibilitat de fons autogenerats per l'activitat empresarial (autofinançament).

El quadre 5.5 mostra també l'evolució recent del percentatge d'accions de les empreses que col·laboren amb la Central de Balanços del qual són titulars els bancs o les caixes. Com es pot comprovar, aquest percentatge es recupera lleugerament en els últims anys. La importància quantitativa de la participació bancària en l'accionariat de les empreses que col·laboren en la Central de Balanços ha estat analitzada per Zoido (1998). Segons les seves estimacions, des del 1987 la proporció d'empreses amb presència de bancs o de caixes al seu accionariat s'ha mantingut una mica per damunt del 4%, percentatge que puja fins al 35% quan ens limitem a la submostra d'empreses cotitzades.

Les empreses amb participació bancària són més grans i es concentren en determinats sectors. Així, per exemple, hi ha accionistes bancaris en el 38% de les empreses del sector de petrolis i en el 20% de les empreses de captació, depuració i distribució d'aigües, percentatge que puja fins al 70% i el 85%, respectivament, a la submostra d'empreses cotitzades. La menor presència de bancs exercint d'accionistes es detecta als sectors tèxtil i de la confecció i agricultura, ramaderia i pesca.

### **Conseqüències de la propietat de l'empresa espanyola**

Paral·lelament als estudis interessats en conèixer les característiques de l'estructura de propietat de les empreses espanyoles, durant els últims anys



se n'han realitzat d'altres amb el propòsit de conèixer les implicacions de la propietat en el comportament i els resultats de les empreses.

Una qüestió concreta que s'ha plantejat és si hi ha diferències o no entre els resultats de les empreses controlades per familiars i particulars i els resultats de les empreses no familiars, que, ateses les característiques de l'estructura de propietat de les empreses espanyoles, són pràcticament totes empreses que pertanyen a una estructura holding en què l'accionista de control és una altra empresa, una entitat financera o el sector públic (Galve i Salas, 1993 i 1997).

Les primeres anàlisis de les dades disponibles posaven de manifest que la rendibilitat de la inversió de les empreses sota control familiar era similar a la de la resta de les empreses, tot i que les dimensions de les empreses familiars eren inferiors. Això permetia concloure que la menor dimensió de l'empresa familiar no sembla tenir conseqüències negatives per als seus resultats. No obstant això, una anàlisi més detallada de les interrelacions entre propietat i resultats de les empreses va dur a la relació entre dimensió, propietat i resultats del gràfic 5.1.

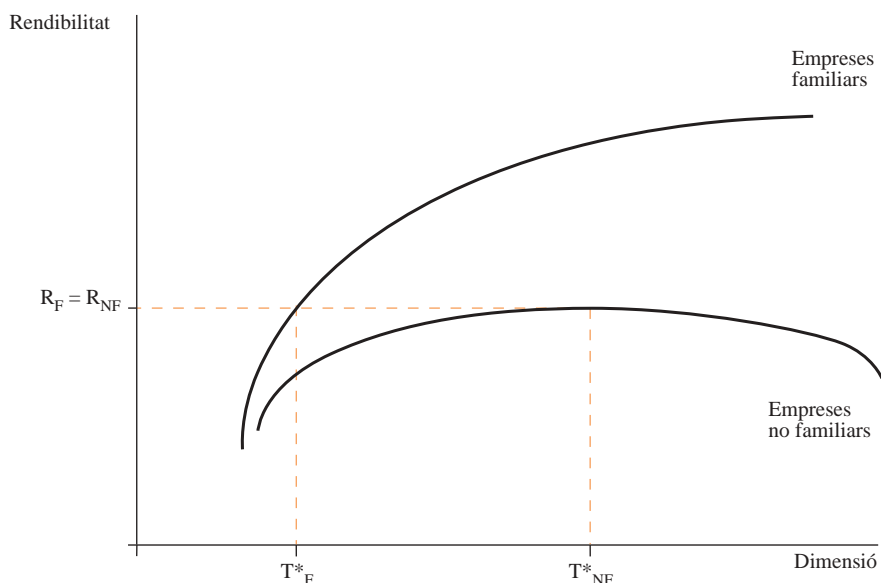
Les variacions en les dimensions de l'empresa repercuteixen en diferències de la rendibilitat: primer, amb un efecte positiu i, a partir d'un cert punt, amb efectes negatius. La relació entre dimensió i rendibilitat de les empreses familiars se situa per damunt de la de les no familiars, perquè, tal com es comprova a l'estudi, les empreses familiars obtenen una productivitat total dels factors superior a la de les no familiars. Tal com s'indica al gràfic, l'empresa no familiar aconsegueix assolir la dimensió òptima, mentre que l'empresa familiar se situa en una dimensió inferior a la que maximitzaria la seva rendibilitat. Per aquest motiu, tot i ser més productiva, obté una rendibilitat sobre la seva inversió similar a la de la no familiar. El treball interpreta aquesta evidència en el sentit que l'empresa familiar ha de renunciar a un major creixement perquè el desig de mantenir el control dins del nucli de la família no representi una excessiva exposició al risc. El resultat final és que el desig de preservar el control la du a renunciar a oportunitats rendibles de creixement.

Aquests resultats també posen de manifest que l'estructura de propietat de les empreses és un resultat endogen en què intervenen beneficis i costos de la concentració enfront de la dispersió accionarial, tal com ho apunten

---

**RELACIÓ ENTRE DIMENSIÓ DE L'EMPRESA, PROPIETAT I RESULTATS**


---



Font: Galve i Salas (1997).

Demsetz i Lehn (1985). Aquesta endogeneïtat és formalment contrastada per Galve i Salas (1996) i per Crespí (1998), de nou entre el col·lectiu d'empreses que cotitzen a la borsa espanyola.

Si l'empresa familiar desitja preservar el control sense una excessiva exposició al risc del patrimoni dels accionistes propietaris, una solució és que es procuri reduir el risc mitjançant la realització d'inversions en activitats empresarials que assegurin una diversificació eficient. En altres termes, enfront de l'opció de diversificar la cartera de l'inversor, que impedeix el manteniment de les posicions de control, ja que es prenen petites participacions accionaries en cada empresa, s'escull l'opció que sigui la mateixa empresa la que, mantenint al mateix temps una participació accionarial elevada, diversifiqui. Hi ha evidències empíriques que confirmen que les empreses familiars que cotitzen en borsa tenen una diversificació més alta i menys relacionada (diversificació en conglomerat) que les no familiars (Cuervo-

Gazurra, 1997), fet que seria consistent sobre la forma que tenen aquestes empreses de gestionar el risc.

### La presència de bancs en la propietat

Els inversors relacionals que han estat sotmesos a un escrutini més intens, com ja s'ha comprovat en fer referència a les relacions entre bancs i empreses al Japó, han estat les entitats financeres. A Espanya la participació accionarial dels bancs en el capital de les empreses ha estat i és habitual, fet que s'ha estès també a les caixes d'estalvis, en especial en els últims anys. No és possible conèixer amb detall en quins casos les entitats financeres prenen participacions accionaries d'una empresa per actuar d'inversors relacionals i quan la participació accionarial és simplement una operació de cartera. Per aquest motiu, l'anàlisi de la influència de les entitats financeres en el comportament i els resultats de les empreses espanyoles es realitza únicament comprovant si hi ha diferències o no entre les empreses amb i sense aquesta participació. Els estudis realitzats utilitzen la base de dades de les empreses que cotitzen en borsa i la base de dades de les empreses que col·laboren amb la Central de Balanços del Banc d'Espanya.

Giner i Salas (1997), amb empreses que cotitzen i per al període 1965-1989, troben que les empreses amb una participació accionarial bancària per damunt del 10% mostren una sensibilitat de la seva inversió als fluxos generats internament (*cash-flow*) inferior a la de les empreses sense participació accionarial bancària, controlat pel nivell de rendibilitat. Aquest resultat és interpretat de la següent manera: la presència de bancs entre els accionistes contribueix a resoldre problemes d'asimetria d'informació entre els inversors financers i l'equip directiu de l'empresa, de manera que, en última instància, l'empresa està subjecta a unes restriccions financeres més laxes. García Marco (1996) arriba al mateix resultat amb una mostra d'empreses similar, però per al període més recent. D'altra banda, Estrada *et al.* (1997), amb les dades de les empreses que col·laboren amb la Central de Balanços del Banc d'Espanya, mantenen que la presència d'entitats financeres en el capital redueix les restriccions financeres i facilita la inversió quan es tracta d'empreses petites i mitjanes.

Totes aquestes conclusions apunten al fet que els bancs han contribuït, amb la seva presència accionarial en les empreses, a facilitar l'accés als fons financers necessaris per emprendre inversions. Sobre si aquesta contribució ha variat en el temps segons evoluciona el desenvolupament dels mercats de capitals, els resultats són encara contradictoris, ja que les conclusions d'Es-trada *et al.*, segons les quals la presència de bancs no afecta la inversió quan es tracta d'empreses grans, podrien suggerir que l'evidència de Giner i Salas, basada en un període de temps anterior i en empreses relativament grans, ha deixat de manifestar-se anys més tard amb mercats financers més desenvolupats. No obstant això, García Marco detecta resultats similars als de Giner i Salas amb les mateixes empreses i en anys recents.

La segona qüestió d'interès és el possible cost de la presència accio-narial d'entitats financeres per a les empreses participades. Giner i Salas mantenen que la ràtio  $q$  de Tobin, quocient entre el valor de mercat de l'em-presa i el valor de reposició dels seus actius, és significativament menor, de mitjana, a les empreses amb participació accionarial bancària que a les empreses sense participació. La seva interpretació d'aquest resultat és que les entitats financeres no poden evitar una certa «sobreinversió» de les empreses en què participen com a accionistes, és a dir, la funció de control sobre el capital no la realitzen amb plena eficàcia. Hi ha també la possibilitat que les entitats financeres cobrin uns tipus d'interès més elevats pel finançament del deute que proporcionen a les empreses, en contrapartida pels «serveis» que proporcionen, com s'ha detectat entre les empreses japoneses. Cuervo-Cazu-rra (1997) troba resultats que apunten en aquesta direcció.

No obstant això, Zoido (1998), utilitzant informació de les empreses que col·laboren amb la Central de Balanços del Banc d'Espanya, arriba a unes conclusions diferents. D'acord amb les anàlisis realitzades, la ràtio de valor de mercat sobre valor en llibres de l'empresa augmenta amb la partici-pació accionarial bancària (entre les empreses que cotitzen), mentre que, per al conjunt de la mostra, la participació bancària no influeix en la rendibilitat però sí en el cost mitjà del deute que decreix amb aquesta participació ban-cària. El treball constata també que els bancs contribueixen amb la seva pre-sència accionarial a «endurir» la restricció de tresoreria sota la qual es mou la direcció de l'empresa i empenyen així els gestors a millorar-ne l'eficàcia.

Com es pot comprovar, les conclusions de Zoido van en la direcció oposada als resultats de Giner i Salas i de Cuervo-Cazurra, en el sentit que no detecten conflictes entre els interessos dels bancs i els de la resta d'inversors financers de l'empresa. També són oposats als resultats de Weinstein i Yafeh (1998) per al cas de les relacions entre bancs i empreses al Japó. Per tot això, la conclusió final s'ha de deixar pendent dels resultats de treballs posteriors que aprofundeixin el tema. Aquests treballs s'hauran d'ocupar també d'explicar per què en els últims anys reula el deute bancari en el finançament de les empreses espanyoles, no tant en benefici del deute no intermediat sinó del deute entre empreses previsiblement del mateix grup.

## Conclusió

Aquest capítol analitza la inversió relacional com a model de govern. Per inversió relacional s'entén la presència a l'empresa d'inversors financers estables, que participen activament en la supervisió i el control, que estan disposats a aportar fons addicionals si determinades circumstàncies ho justifiquen, tot això a canvi d'aconseguir determinades rendes. Aquest mecanisme de govern està present en el model anglosaxó i en el model centreeuropeu-japonès, tot i que amb manifestacions diferents.

Una conclusió important d'aquest capítol és constatar que el mecanisme de l'inversor relacional té beneficis i costos. Això significa reconèixer que l'estructura de propietat (concentració d'accionistes i creditors, naturalesa de l'inversor relacional) és endògena, ja que resulta de ponderar aquests beneficis i costos en situacions concretes. Al llarg del text, s'han analitzat aquests beneficis i costos i s'han aportat evidències sobre la seva quantificació.

Especial atenció han rebut les institucions de *venture capital*, LBO i inversors institucionals als Estats Units i les relacions entre bancs i empreses al Japó i a Alemanya. L'evidència aportada suggereix que hi ha dificultats per transferir d'un model a l'altre mecanismes i pràctiques propis de cadascun. Així, per exemple, les *venture capital* es complementen molt bé amb l'alt desenvolupament i la liquiditat del mercat de capitals nord-americà i té dificultats per estendre's a Europa, per exemple, on els mercats de capitals estan

molt menys desenvolupats. D'altra banda, els inversors institucionals difícilment poden ser inversors relacionals als Estats Units, perquè això els representaria incórrer en uns costos molt elevats.

La reflexió sobre beneficis i costos de la intervenció selectiva dels bancs i les participacions accionaries creuades al Japó han facilitat el resum d'algunes de les previsions sobre el futur del model de govern empresarial en aquest país. Tot fa pensar que el model pot patir alteracions importants a causa de canvis en l'entorn financer (liberalització de mercats de capitals) i en l'organització de l'activitat productiva (creixent flexibilitat en els processos). Es constata, també, que la tresoreria lliure en quantitats elevades ha estat aprofitada pels equips directius per reduir la seva dependència dels bancs, per aïllar-se del seu control i per emprendre projectes que han reduït valor per als accionistes, igual que una dècada abans havia passat amb les grans empreses nord-americanes. El model de govern dominant al Japó sembla haver funcionat en el moment que era més necessari, una situació de poca competència en mercats de productes (les empreses japoneses tenen situacions de domini en alguns dels mercats) i d'aïllament del mercat financer extern.

Finalment, el capítol s'ha referit al cas espanyol i s'ha constatat l'elevada concentració accionaria de les grans empreses i l'aparent tendència cap a un model de control des de dins amb més pes de les participacions accionaries en poder d'altres empreses, al mateix temps que es redueix el nombre de societats independents. Això passa paral·lelament a una reculada del finançament bancari dins del conjunt del finançament aliè amb cost de les empreses i a l'estancament del finançament amb deute emès directament al mercat. Pel que fa al cas espanyol, s'aporten evidències obtingudes d'estudis que relacionen propietat amb resultats econòmics (en particular empreses familiars *versus* no familiars) i evidències de les conseqüències per a la inversió i els resultats econòmics de la presència de bancs entre els accionistes de les empreses. La conclusió final és que els beneficis i els costos de la inversió relacional també es posen de manifest per al cas espanyol, tot i que hi ha evidències contradictòries sobre el possible conflicte d'interessos entre accionistes i bancs.

## Conclusions

Per govern de l'empresa s'entén, en general, el conjunt d'institucions i de mecanismes per mitjà dels quals es busca protegir els interessos dels inversors financers, principalment dels accionistes de les societats mercantils. La protecció no pretén eliminar els riscos normals del negoci, sinó evitar que les persones que controlen la destinació final dels fons invertits (els equips directius de les empreses) s'aprofitin, en benefici propi i en detriment dels accionistes, de la discrecionalitat amb què administren els fons. L'atenció especial que mereix la protecció dels accionistes està justificada sempre que altres agents que també aporten recursos a l'empresa i que es veuen afectats per les decisions que s'hi prenen (treballadors, creditors, clients i fins i tot la societat en general) rebin la corresponent protecció dels seus interessos per altres mitjans, per exemple els contractes formals (el compliment dels quals és garantit per les lleis) i la possibilitat d'abandonar la relació lliurement i sense costos de sortida apreciables. Quan això no passa, el govern de l'empresa ha de considerar la protecció de *tots* els grups amb interessos en l'organització. El llibre distingeix entre «perspectiva financera» i «perspectiva estratègica» del govern de l'empresa per diferenciar entre una visió reduïda (orientada als accionistes) i una visió àmplia (orientada a tots els interessats) de l'esmentat govern.

Les decisions de govern sorgeixen des del moment en què es crea l'empresa (per exemple, en redactar els estatuts de la societat mercantil) i

continuen al llarg de tot el seu desenvolupament (amb punts d'inflexió importants, com, per exemple, la sortida a borsa). Les decisions de govern afecten l'eficiència de l'empresa, com a mínim, per les següents vies:

i) La protecció dels inversors permetrà finançar-se a un cost del capital inferior.

ii) La protecció dels inversors permet que la direcció de les empreses s'encarregui a professionals qualificats que no necessàriament tenen patrimonis importants per aportar capital.

iii) Mitjançant els mecanismes de govern, l'empresa genera confiança entre les persones que s'hi relacionen facilitant contractes implícits i redundant en uns costos de transacció inferiors.

iv) Es crearan condicions perquè la propietat de l'empresa es transfereixi sense dificultats importants a les persones que estan en millors condicions per aprofitar-ne els actius i que, per tant, n'aconseguiran el màxim valor.

La recerca del benefici per part dels accionistes propietaris de les empreses orientarà en una direcció determinada les decisions sobre la forma de govern corporatiu que cal escollir. No obstant això, per valorar des de l'eficiència econòmica les decisions de les empreses també cal tenir en compte els efectes indirectes sobre el conjunt de la societat que se'n desprenen. Entre els efectes indirectes, trobem, com a mínim, els següents:

i) El govern de les empreses influeix en l'eficiència amb què els recursos es mobilitzen des de les activitats menys productives a les més productives. Un govern ineficaç en aquesta transferència provocarà costos socials per fallides d'empreses arran de la competència destructiva, que acaba eliminant les empreses que no són capaces de transformar-se i de respondre als canvis externs.

ii) La societat no és indiferent a la destinació final de la «tresoreria lliure» de les empreses. És preferible destinar-la a activitats que generin més llocs de treball que al consum superflu i a la creació d'«imperis» per part dels equips directius. El govern de les empreses influirà en l'opció d'una o altra destinació.



iii) La societat no és indiferent entre empreses que guanyen diners per als seus accionistes per mitjà de béns i serveis amb un alt valor afegit –gràcies a un alt esforç en recerca i en desenvolupament i a una elevada formació o motivació dels treballadors–, i empreses amb menors costos i qualitats. En general, més qualitat del producte i més valor dels recursos significa més efectes externs positius. El govern de les empreses influeix en la decisió sobre els avantatges competitius que volen potenciar, sobre el tipus de recursos necessaris per fer-los efectius i, en definitiva, sobre els efectes externs per a la societat.

iv) El govern de les empreses, si és efectiu en el compliment de la seva missió, transmet als inversors la confiança que els seus interessos estan protegits de manera adequada. Els mercats financers (i d'altres tipus de recursos) es desenvolupen, i amb això s'impulsa la mobilització de recursos cap a destinacions socialment més productives. El govern d'una empresa particular està imbricat amb un entramat institucional més ampli, de manera que, si es produeixen errades i els inversors de l'empresa entenen que se'ls ha expropiat riquesa impunement, es transmetrà una sensació generalitzada d'inseguretat entre tots els inversors, inclosos els aliens a l'empresa en qüestió, que desembocarà en desconfiança i en retraïment a l'hora de participar als mercats de capitals.

Els importants efectes externs, amb un ampli abast social, de les decisions de govern que prenen les empreses individualment, justifiquen l'atenció social que reben els temes de govern empresarial i l'extensa regulació que els afecta. Els investigadors sobre temes de govern corporatiu atorguen al sistema legal una gran importància per al desenvolupament últim dels mercats financers als diferents països i perquè, finalment, les empreses trobin els fons necessaris per finançar les inversions en actius tangibles i intangibles. El sistema legal comprèn des dels estàndards que ha d'assolir la informació comptable elaborada per les empreses fins a les lleis concursals que determinen si, en situacions d'insolvència, es dona prioritat als interessos dels creditors (com, per exemple, passa a Alemanya) o als dels accionistes de l'empresa (com als Estats Units), passant per les possibilitats reals dels petits accionistes de denunciar abusos per aprofitament en benefici propi dels actius de l'empresa per part de les persones que la dirigeixen. Les mateixes investiga-

cions posen de manifest la diversitat d'arquitectures financeres sota les quals les empreses ajusten les decisions de govern, fins i tot als països amb un nivell econòmic més elevat. Per a alguns investigadors, la diversitat es manifesta en funció de la predominança del finançament per mitjà dels bancs o per mitjà del mercat de capitals (desintermediació). Altres, en canvi, insisteixen en les diferències entre estructures de propietat de les empreses dominants als diferents països: concentrades i amb presència d'altres empreses i de bancs entre els accionistes significatius o disperses i amb predomini d'inversors particulars (amb la interposició d'inversions institucionals).

L'estreta relació entre sistema legal, desenvolupament dels mercats financers i decisions de govern de les empreses i la necessària influència de la política sobre les lleis deixen en suspens la resposta a la pregunta sobre la convergència entre models de govern dominants en uns països i en altres, tot i la mundialització creixent dels fluxos de capitals. Tampoc no existeix un coneixement prou precís i ferm sobre la relació entre política, lleis, mercats financers i desenvolupament econòmic per afirmar quin model és superior als altres. Les necessitats difereixen en funció de les empreses (segons la naturalesa dels actius que vulguin acumular, tangibles o intangibles) i del nivell econòmic dels països. Les normes i les regulacions, sobretot les que tenen un abast supranacional, hauran de reconèixer la manca de referents normatius clars i, en conseqüència, hauran de tractar de ser prou flexibles per facilitar l'experimentació amb noves formes d'empresa i models de govern i evitar tendències massa harmonitzadores.

El llibre inclou un recull de les investigacions econòmiques sobre el govern de l'empresa a Espanya per col·locar el nostre país en la perspectiva del que passa en altres entorns. Les empreses espanyoles que cotitzen en borsa mostren una estructura accionarial molt concentrada, amb presència de famílies, altres empreses (nacionals i estrangeres) i bancs entre els seus accionistes de control. El model d'empresa gerencial, amb equips directius amb poca participació en el capital que controlen de forma gairebé absoluta l'empresa, no té una presència rellevant. Les opes hostils amb prou feines tenen lloc, i la propietat es transfereix mitjançant la compravenda de paquets de control entre accionistes i/o mitjançant opes amistoses.

El «model espanyol» és relativament similar al dominant als països del centre i del sud d'Europa. D'altra banda, el sistema legal espanyol recull les influències del dret francès, el qual, comparat amb altres sistemes, com l'escandinau, el germànic o l'anglosaxó, rep una de les puntuacions més baixes pel que fa al grau de protecció dels drets dels inversors financers. Seguint les proposicions teòriques dels autors que condicionen el desenvolupament dels mercats financers al grau de protecció dels drets dels inversors per part del sistema legal dels respectius països, l'alta concentració accionarial observada a les empreses espanyoles seria la resposta a aquesta baixa protecció dels drets dels accionistes que, suposadament, atorga el nostre sistema legal. La inseguretat crea desconfiança, i els inversors tracten de protegir els seus interessos controlant la societat per mitjà de paquets accionarians relativament importants. Amb poques excepcions, la liquiditat de les accions de les empreses cotitzades és baixa, i el mercat borsari té una capacitat limitada per finançar processos de creixement empresarial. La privatització d'empreses públiques canvia una mica la situació, per bé que aquestes empreses continuen tenint accionistes significatius, principalment bancs i altres empreses, i continuen sotmeses a una estreta tutela pública.

Les investigacions sobre el cas espanyol de govern corporatiu han aportat coneixements sobre la composició i el funcionament dels consells d'administració, la relació entre la propietat de l'empresa (naturalesa del grup de control) i els resultats econòmics, i les relacions entre bancs i empreses. Els consells d'administració de les empreses cotitzades tenen uns deu membres i estan dominats per consellers no executius. Les empreses de control familiar tenen consells més petits, i els bancs i les empreses públiques, els més nombrosos. No s'ha detectat cap reacció negativa sistemàtica del mercat als blindatges dels administradors, però la probabilitat que hi hagi una renovació dels membres del consell augmenta quan els resultats econòmics de l'empresa són, en el període precedent, pitjors. L'empresa sota control familiar que cotitza a la borsa és més eficient que la no familiar en l'ús dels recursos, però no obté una rendibilitat superior en els capitals invertits, perquè no aprofita tot el seu potencial de creixement (previsiblement perquè, en créixer més el grup familiar de control, hauria de compartir-lo amb altres inversors o, fins i tot, l'hauria de perdre). No s'han trobat evidències que facin pensar

que la presència de bancs en l'accionariat de les empreses en perjudiqui els resultats econòmics, però sí sembla que una relació estreta amb els bancs redueix les restriccions financeres de les empreses quan han d'emprendre inversions.

Sembla recomanable que el debat i les possibles propostes de canvi al voltant del govern corporatiu a Espanya tinguin en compte la realitat de partida. Algunes idees i observacions en aquesta direcció serien les següents:

i) Caldria revisar l'ordenament jurídic en totes les matèries que puguin incidir en la protecció final que reben els inversors financers, tant accionistes com creditors. ¿A l'hora de redactar les normes que han de protegir els inversors, l'origen francòfon del nostre sistema legal condiona tant com es desprèn de la literatura sobre «dret i finances»? ¿Pel que fa a la qualitat de la informació comptable i a la fiabilitat dels auditors, què es podria fer per augmentar la puntuació que rep Espanya en comparacions internacionals? ¿Es poden produir canvis significatius arran de la previsible integració dels mercats financers europeus després de la Unió Monetària? ¿Serà possible aconseguir, al mateix temps, més protecció per als inversors i més liquidat als mercats de capitals i mantenir, com a mínim, la situació actual en els drets dels treballadors?

ii) L'elevada concentració accionarial de la majoria de les nostres empreses cotitzades és un altre punt important que cal tenir en compte, ja que el control efectiu de les empreses està en mans d'accionistes significatius, sense que es pugui parlar de separació entre propietat i control. El conflicte d'interessos al qual cal parar esment és el que es pot produir entre els accionistes de control i els accionistes minoritaris, que genera, per exemple, rendes de control injustificades. Sens dubte, hi ha pràctiques per al funcionament del consell d'administració que poden millorar-ne l'eficàcia com a òrgan de supervisió de la direcció (per exemple, totes les relacionades amb l'augment de la transparència), però cal redactar els codis de bon govern, com el de la «Comissió Olivencia», tenint en compte que les nostres empreses tenen una estructura de propietat molt diferent a la de les empreses del Regne Unit quan es va redactar l'informe Cadbury, precursor dels successius codis de bon govern elaborats als diferents països. A més de la diversa composició dels

consells, ja que al Regne Unit predominaven els consells dominats per interns, és a dir, per equips de direcció, s'ha de considerar que, en països com Espanya, a la majoria dels consells predominen els externs.

iii) L'estudi econòmic del govern corporatiu a Espanya ha d'ampliar el seu camp de visió per tenir en compte altres realitats importants. Per exemple, s'ha d'ocupar de les organitzacions sense ànim de lucre, dels models d'excel·lència empresarial que proposen una gestió de l'empresa orientada a tots els interessats i dels reptes que planteja, per a la distribució del poder dins de l'empresa, la condició de recurs estratègic que adquireixen els recursos humans.

# Bibliografía

- ALLEN, F. (1993): «Stock Markets and Resource Allocation», a 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*, tardor.
- 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», manuscrit, 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. núm. 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», Treball presentat al *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». Documents 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*, Comissions Europees.

- 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, Universitat Autònoma de Barcelona.
- CRESPÍ, R., M. A. GARCÍA CESTONA (1998): «Ownership and Control: A Spanish Survey», mimeo, Universitat Autònoma 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 d'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*, núm. 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*, núm. 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», a 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*. Fundació "la Caixa".
- GALVE, C., V. SALAS (1992): «Estructura de Propiedad de la Empresa Española», *Información Comercial Española*, gener.
- (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. I A. I. FERNÁNDEZ (1995): «Los Acuerdos Antiadquisición en el Mercado de Capitales Español», *II Jornadas de Economía Financiera*, Bilbao, juny.
- GORDON, J. (1998): «Employee Stock Ownership in Economic Transitions: The Case of United Airline», *Journal of Applied Corporate Finance*, hivern.
- 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», a 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», a 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», a 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», a 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*, juliol.
- 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» a 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», a 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», a 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*, hibern.
- 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.
- MEUELBROEK, 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», a *Corporate Governance Today*, The Sloan Project on Corporate Governance at Columbia Law School, N. Y.
- MILLER, M. (1997): «Is American Corporate Governance Fatally Flawed?» a 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», a O. Ashenfelter i 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», a 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», Fordhan 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 (Suplement)*.

- 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*, hibern.
- 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», a 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*, núm. 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», a *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», a J. Gual (ed.), *Job Creation*, Edward Elgar.
- SAN SEBASTIÁN FLECHOSO, F. (1996): *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas y su Control*. Centre de Documentació Bancària i Borsària. Madrid.
- SCNEIDER-LENNÉ, E. (1992): «Corporate Control in Germany». *Oxford Review of Economic Policy*, núm. 3.
- SHEARD, P. (1994): «Interlocking Shareholdings and Corporate Governance in Japan», a M. Aoki, R. Dore (eds.), *The Japanese Firm: The Sources of Competitive Strength*, Oxford University Press.
- SHLEIFER, A., R. VISHNY (1988): «Value Maximization and the Acquisition Process», *Journal of Economic Perspectives*, hivern.
- (1997): «A Survey of Corporate Governance», *The Journal of Finance*, juny.
- 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», a J. Gual (ed.), *Job Creation*, Edward Elgar.
- STEWART, B. (1994): «EVA: Fact and Fantasy», *Journal of Applied Corporate Finance*, 7, núm. 2, estiu.
- The Conference Board Europe (1995): «Corporate Boards: CEO Selection, Evaluation and Succession». *The CBE*, report núm. 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», a 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*, estiu.
- 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, núm. 9801.