

<b>CONTABILIDAD</b>	<b>EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN COMO  MECANISMO DE GOBIERNO DE LA EMPRESA:  FUNDAMENTOS TEÓRICOS Y EVIDENCIA  EMPÍRICA EN LOS PAÍSES DE LA OCDE</b>	<b>Núm.  40/2001</b>
---------------------	---	--------------------------

**PABLO DE ANDRÉS ALONSO**  
**VALENTÍN AZOFRA PALENZUELA**  
**FÉLIX J. LÓPEZ ITURRIAGA**

*Universidad de Valladolid*

**BEGOÑA PRIETO MORENO**

*Universidad de Burgos*

**Extracto:**

**E**l debate académico y empresarial sobre la eficiencia de los mecanismos de gobierno corporativo se centra en la estructura y funcionamiento de los consejos de administración de las empresas. Este trabajo intenta encontrar evidencia empírica adicional al respecto, analizando el efecto que el tamaño, la composición y modo de funcionamiento de los consejos de administración tienen sobre el valor de la empresa.

---

## Sumario:

---

- I. El problema del gobierno de la empresa.
  - II. La naturaleza cambiante de la empresa.
  - III. El gobierno de las relaciones en la empresa.
  - IV. Fuentes y delegación de poder en la empresa actual.
    1. Las fuentes de poder en la empresa actual.
    2. La estructura organizativa y la transmisión de conocimiento como fuente de poder.
    3. La delegación de los derechos residuales en el consejo de administración.
  - V. Los consejos de administración: estructura y funcionamiento.
    1. Composición del consejo y valor de la empresa.
    2. Influencia del tamaño del consejo.
    3. La estructura de comités.
    4. Endogeneidad de la estructura del consejo.
  - VI. Evidencia empírica en los países de la OCDE.
    1. Hipótesis de investigación.
    2. La información y sus fuentes.
    3. Variables y estadística descriptiva.
    4. Especificaciones empíricas.
  - VII. Resultados.
  - VIII. Sumario y conclusiones.
- Bibliografía.
- Apéndice

El giro de una Compañía de Fondo se maneja siempre por una Junta de Dirección: y aunque esta por lo regular está responsable de sus cuentas a la Junta general de los propietarios, ó Accionistas, la mayor parte de estos rara vez felicita introducirse en los negocios de la Compañía; y quando no prevalece algun espíritu de partido entre ellos, en nada menos piensan que en tomar estas incomodidades, sino que reciben de buen grado el dividendo anual que los Directores tienen a bien repartirles. Esta total seguridad, y este eximirse enteramente del cuidado del manejo, y del continuo riesgo, anima a muchos a aventurar en Compañías públicas de Fondo caudales que no pensarian en arriesgar en particulares aparcerias.

Adam SMITH (1776): *Investigación de la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones*. Facsímil de la primera edición en castellano (1794), tomo IV, págs. 85-86.

## I. EL PROBLEMA DEL GOBIERNO DE LA EMPRESA

El interés que el gobierno de la empresa o gobierno corporativo ha suscitado en el ámbito académico tiene su punta de iceberg en los desarrollos más recientes de la economía financiera de la agencia, una rama de las finanzas corporativas o empresariales que aún en su seno elementos e influencias procedentes de distintas corrientes del análisis económico relacionadas con los derechos de propiedad, los contratos, la información y el derecho societario.

A la luz de este enfoque de la economía financiera, el problema básico de agencia del capitalismo no es otro que «el problema de credibilidad al que se enfrentan los empresarios y las empresas cuando intentan convencer a los inversores externos para que aporten fondos» (BERGLÖF, 1997).

En este contexto, como subrayan SCHLEIFER y VISHNY (1997), el gobierno de la empresa atañe a las formas en las que los oferentes de fondos a la empresa se aseguran a sí mismos el logro de una corriente de renta sobre su inversión. O dicho en otros términos, cuando la competencia no resuelve el problema de agencia consustancial al capitalismo, las reglas del gobierno corporativo tienen que dar respuesta a los interrogantes siguientes:

¿De qué manera consiguen los aportantes de fondos que los directivos les remuneren con una parte del beneficio?

¿Cómo pueden asegurarse de que los *managers* no se apropien de los recursos aportados o desvíen estos a otros usos?

¿Cómo controlan los oferentes de fondos a la dirección de la empresa?

Ciertamente, la competencia en los mercados de factores y productos puede mitigar este problema de agencia, pero no es menos cierto que la competencia *per se* es insuficiente, pues la información que transmiten las señales del mercado llega a los inversores externos una vez que éstos han confiado sus recursos a la empresa. De esta manera, la resolución del problema, tradicionalmente planteado en términos de separación entre la propiedad y el control de los recursos, requiere el diseño de mecanismos de gobierno empresarial que garanticen a los aportantes de fondos que las referidas señales competitivas y demás información relevante son realmente transmitidas al mercado a través de las decisiones de inversión, y que, por ende, permitan a la empresa recabar capitales externos al menor coste posible.

Afrontar así la cuestión equivale a reconocer que la competencia y el gobierno de la empresa son mecanismos sustitutivos en el sentido de que, si las señales competitivas transmiten información relevante, el gobierno de la empresa pierde importancia relativa y viceversa <sup>1</sup>.

La esencia de este clásico problema de agencia está en la separación entre dirección y financiación o -en la terminología más usual- entre propiedad y control que se produce en muchas de las sociedades corporativas que operan en las modernas economías capitalistas o de libre empresa.

Esta separación de la dirección y la financiación vino determinada por la regulación de la actividad empresarial que, a finales del siglo XIX, comenzó a tener lugar en muchos países occidentales, aunque no comenzaría a manifestarse efectivamente en los términos que hoy conocemos de sociedades de capital diluido y distribuido entre muchas manos hasta algunas décadas después, cuando el tamaño de las empresas planteó la necesidad de contar con nuevas fuentes de financiación ante la insuficiencia de las más tradicionales.

Remontándonos aún más en el tiempo, el antecedente más directo de las modernas corporaciones probablemente sean las compañías colectivas por acciones, una forma organizativa creada por los comerciantes británicos en el siglo XVIII. Estas compañías de naturaleza privada emitían acciones susceptibles de negociación por parte de sus propietarios, los cuales sin embargo no podían actuar en nombre de la compañía pues el control de la misma era competencia exclusiva de sus *managers*.

---

<sup>1</sup> Como certeramente puntualizan JOHN y SENBET (1988), el principio fisheriano de separación de las decisiones de consumo y de producción es básico para una economía de mercado en la que hay separación de la propiedad y el control: se delega en los *managers* la toma de decisiones de producción e inversión de manera que se maximice la riqueza de los propietarios de la empresa y, en última instancia, el bienestar social.

A estas compañías se refería Adam SMITH en su monumental obra de 1776 cuando vislumbraba el problema de la separación entre propiedad y control en los términos de la cita, directamente extraída de la primera edición en castellano, que encabeza este trabajo de investigación. Una perspicaz observación, sin duda, que doscientos años después no ha perdido un ápice de su validez y que, en versión remozada, coincide con el decir de MACEY (1998) cuando señala que la separación propiedad/control entraña una estructura organizativa en la que los accionistas se enfrentan a problemas de acción colectiva que les impiden supervisar y disciplinar a la dirección de la empresa de la que son inversores.

Este peculiar fenómeno, íntimamente relacionado con la división del trabajo y con la especialización, no fue, sin embargo, suficientemente tenido en cuenta por la microeconomía neoclásica que, en su abstracción y simplificación de la realidad, prescindió siempre de la distinción entre *managers* y propietarios. Un olvido determinante, sin duda, pero que probablemente obedezca al hecho de que allá por 1870, cuando se establecieron los fundamentos del modelo neoclásico de empresa, la forma dominante de estructura de propiedad no era otra que la del empresario-único propietario.

Hasta la mitad del siglo XIX, las economías de los países más desarrollados, y de manera sobresaliente la economía norteamericana, estaban en su mayor parte compuestas por empresas de reducido tamaño, dirigidas por sus propietarios, que raramente tenían más de cien trabajadores. Hubo que esperar a la llegada de la segunda revolución industrial para que una nueva forma organizativa emergiese, la que CHANDLER (1977) ha denominado la *moderna empresa de negocios*. A finales de los años veinte esta nueva forma organizativa era la dominante en muchos de los sectores productivos de la economía estadounidense.

Tres eran las características principales de este tipo de empresa. En primer lugar, la moderna empresa de negocios estaba bien definida por la propiedad de los activos. Los límites legales de la corporación eran conformados por sus activos y coincidían también con sus límites económicos. Además, estos límites no experimentaban cambios aunque lo hiciese la propiedad. Puesto que los límites estaban bien definidos, el tema principal en materia de gobierno de la empresa era cómo asignar el excedente generado dentro de sus límites, y no cómo preservar y proteger esos límites.

En segundo lugar, la moderna empresa de negocios requería normalmente más inversión y más capacidad para correr riesgos que la que estaba al alcance de la dirección. Además, los externos podían obtener poder en su condición de propietarios de los activos cruciales para la empresa. Como consecuencia, la moderna empresa de negocios empezó a ser propiedad de los externos.

Finalmente, la concentración de poder al más alto nivel de la pirámide organizativa, conjuntamente con la separación entre propiedad y control, hizo del problema de agencia entre la alta dirección y los accionistas *el problema* del gobierno de la empresa.

Hubieron de pasar setenta años para que Adolph BERLE y Gardiner MEANS, en su clásica obra de 1932: *The Modern Corporation and Private Property*, llamasen la atención del mundo académico sobre la prevalencia de las sociedades corporativas estadounidenses en las que la propie-

dad del capital estaba dispersa entre múltiples y pequeños accionistas al tiempo que el control se concentraba en las manos de los directivos. BERLE y MEANS advirtieron además que, en estas sociedades, los *managers* pueden buscar su propia satisfacción en detrimento de los intereses de los accionistas.

Mas, a pesar de esta constatación no por obvia menos oportuna, la separación entre la propiedad y la dirección siguió siendo ignorada por los teóricos de la economía y, por ende, siguió siendo también cada día mayor el alejamiento entre la realidad de las modernas corporaciones y las hipótesis de la teoría neoclásica de la empresa.

La publicación de la obra de BERLE y MEANS constituyó, sin embargo, el punto de arranque de un amplio cuerpo teórico, conocido como enfoque gerencialista o *managerialist*, que iba a poner el acento en la separación entre financiación y dirección y en la transferencia de poder desde la propiedad a la administración, ante la necesidad de centralizar la información, la planificación y la toma de decisiones en las sociedades por acciones. Como consecuencia, la maximización del beneficio, único objetivo de la empresa en el planteamiento neoclásico, iba a ceder paso al conflicto de intereses entre accionistas y gerentes. En palabras de GALBRAITH (1968): «esa transferencia de poder hace que el objetivo de maximización del beneficio sea reconsiderado por la dirección, en aras de otros que satisfagan mejor sus fines».

De entre los numerosos autores que, partiendo de la separación de personas y poderes entre propiedad y dirección, han analizado los objetivos de la empresa en línea con el enfoque gerencialista, cabe traer aquí a colación a BAUMOL (1959), MARRIS (1964), PENROSE (1959) y WILLIAMSON (1964), así como al propio GALBRAITH (1967) con su conocida e influyente obra sobre «El Nuevo Estado Industrial». Todos estos autores discuten la naturaleza de la la función de preferencias o satisfacción de los gerentes, identificando como componentes básicos de la misma, y entre otros, los siguientes: remuneración, seguridad, poder, prestigio, posición social, servicio a la comunidad, satisfacción del trabajo realizado, etc.

Pero no sería hasta la segunda mitad de los años setenta cuando el divorcio entre microeconomía y gobierno de la empresa entrase en vías de resolución. Tan feliz acontecimiento fue apadrinado por Michael JENSEN y William MECKLING (1976) quienes, con su relevante trabajo *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*, desarrollaron un modelo económico de la separación entre propiedad y control fundamentado en la teoría de la agencia.

La relación de cooperación o agencia mutua entre estos dos economistas académicos fructificó en un análisis positivo de los costes de agencia asociados al problema de separación entre financiación y dirección y, lo que es más importante, en la propuesta de un modelo de empresa, mucho más realista que el neoclásico, en el que las organizaciones que llamamos empresas se conciben como «una forma de ficción legal que sirve como nexo de relaciones contractuales y que se caracteriza también por la existencia de derechos residuales sobre los activos y resultados de la empresa que, por lo general, pueden enajenarse sin autorización de los demás implicados en las relaciones contractuales» (JENSEN y MECKLING, 1976, pág. 311).

Bajo este enfoque de marcado carácter contractual, la relación entre accionistas y *managers* se interpreta como una relación de agencia<sup>2</sup> y la separación entre propiedad y control como una manifestación del problema general de agencia que en el seno de las sociedades por acciones nace de la capacidad discrecional de actuación que confiere a los administradores la delegación del derecho o poder de decisión que en sus personas efectúan los accionistas. Así entendida, la separación de la asunción del riesgo por parte de los accionistas y las tareas de coordinación y control encomendadas a los *managers*, que será mayor cuanto más diluida se halle la propiedad entre los inversores en la empresa, se justifica por razones de especialización y eficiencia.

JENSEN y MECKLING (1976) analizaron los costes de agencia, conocidos como costes de supervisión o control y costes de garantía o fianza, en que incurren la propiedad y la dirección de la empresa al objeto de garantizarse mutuamente la adopción de decisiones encaminadas a una asignación eficiente de los recursos financieros puestos en manos de los *managers* por parte de los inversores en la empresa. Tales costes serían, pues, el reflejo del esfuerzo cooperativo de la dirección y la propiedad por aminorar la pérdida residual o coste de oportunidad resultante de su relación de agencia y del conflicto de intereses subsiguiente.

Desde esta óptica del problema, el gobierno de la empresa puede conceptuarse como el proceso por el que los inversores intentan minimizar los costes contractuales que origina la realización de transacciones económicas en el seno de aquélla, es decir, los costes de agencia relacionados tanto con la separación de la financiación y la dirección como con el conflicto de intereses entre los distintos aportantes de fondos.

Pero, como antes apuntábamos, el análisis de los contratos entre agentes económicos individuales se encuentra profundamente enraizado con la economía de los derechos de propiedad<sup>3</sup>. De hecho, la teoría de la agencia comenzó a desarrollarse como una prolongación de esta corriente del análisis económico. La suposición central de esta rama de la nueva economía institucional es que los contratos de agencia, a los que la empresa sirve como nexo común, especifican los derechos de propiedad objeto de transacción dentro de la organización y establecen las formas en las que los costes y compensaciones se asignan entre los distintos partícipes, incidiendo así en el comportamiento individual de los agentes económicos involucrados en la empresa.

El término *derecho de propiedad* hace referencia a la combinación de un derecho o poder de decisión con el derecho a enajenarlo o enajenabilidad. La enajenabilidad resuelve tanto el problema de la asignación de derechos como el problema de agencia o de control<sup>4</sup>. A diferencia de las tran-

<sup>2</sup> Una relación de agencia se define como un contrato explícito o implícito entre dos partes, por el que una de ellas (agente) se compromete a realizar una actividad o prestar un servicio en nombre de la otra (principal).

<sup>3</sup> El término *derechos de propiedad* hace referencia al haz de facultades, en gran parte separables, que normalmente comprenden el derecho a usar el objeto de la apropiación, a cambiar su forma y sustancia o a transferir todas o algunas de sus facultades (PASTOR, 1989).

<sup>4</sup> Los sistemas económicos capitalistas resuelven los problemas de asignación de derechos de decisión y de agencia o control reconociendo a los propietarios de los recursos el derecho a enajenar los poderes de decisión. La enajenabilidad es la combinación efectiva de dos derechos: el derecho a vender o transmitir derechos y el derecho a apropiarse de los frutos del intercambio.

sacciones de mercado, las transacciones intraempresa, es decir, las transacciones que se efectúan en el interior de las empresas, se caracterizan porque en ellas se transfieren los derechos de decisión y control <sup>5</sup> pero no el derecho de enajenación. Esta no enajenabilidad constituye la razón de ser de la empresa pero se traduce en costes de información y costes de agencia asociados, respectivamente, a la gestión -unos- y al control -otros- de las decisiones relativas a la asignación de recursos.

Se hace preciso, pues, diseñar mecanismos sustitutivos de la enajenabilidad que resuelvan los dos problemas organizativos que genera la delegación de poder o autoridad (JENSEN y MECKLING, 1995): el problema de la asignación de derechos y el problema de agencia o control. El conjunto de reglas internas, a las que JENSEN denomina *reglas del juego organizativo*, son los mecanismos sustitutivos con los que las empresas tratan de solucionar el problema de la enajenabilidad:

1. Un sistema de asignación de derechos <sup>6</sup> o poderes de decisión entre los agentes que maximice el valor de la empresa.
2. Un sistema de evaluación y medida del rendimiento de los agentes con relación a los referidos derechos y
3. Un sistema de recompensas y sanciones a los agentes sobre la base de su rendimiento de manera que se sientan motivados a comportarse eficientemente.

Las reglas del juego tienen un especial interés e importancia para los *managers* puesto que la característica distintiva de las empresas es que, en su interior, no se asignan derechos enajenables de decisión, pues la enajenabilidad queda reservada a la organización, o más precisamente, a los tenedores de los derechos residuales. Lo que, en la empresa capitalista, equivale a decir que la enajenabilidad queda en manos de los consejos de administración y dirección.

## II. LA NATURALEZA CAMBIANTE DE LA EMPRESA

Los términos del debate actual sobre el gobierno de la empresa se plantearon en los años treinta, influidos en buena medida por los cambios en la naturaleza de la empresa acontecidos durante los cincuenta años anteriores. Por aquel entonces el modelo de empresa imperante era el de una organización integrada verticalmente, que controlaba un amplio conjunto de activos únicos a través de un rígido sistema de dominio y control. Como consecuencia, el gobierno de la empresa se centró esencialmente en el problema de agencia localizado en el vértice de la pirámide organizativa.

<sup>5</sup> La posesión de los derechos residuales de control es la cuestión central en la definición de propiedad frente a la más habitual que enfatiza el derecho residual del propietario sobre la renta del activo, olvidando los derechos residuales de control que incorpora la propiedad (HART, 1995, pág. 30).

<sup>6</sup> Un derecho de decisión es el derecho a elegir una acción y a ponerla en práctica. Los derechos de decisión enajenables hacen posible el intercambio.

Los tipos de cuestiones que desde entonces han venido planteándose y que durante los últimos años han seguido dominando el debate sobre el gobierno de la empresa fueron del tipo siguiente: ¿cómo se asignan los derechos de decisión?, ¿es posible alinear la compensación directiva con el objetivo de maximización de la riqueza de los accionistas?, ¿son independientes los consejos de administración?

Pero mientras estas cuestiones eran objeto de debate, la propia empresa experimentaba cambios sustanciales con respecto a la denominada por CHANDLER moderna empresa de negocios. O dicho de otra manera, mientras discutíamos las cuestiones sobre las que se había centrado el problema del gobierno de la empresa, entraban en juego fuerzas poderosas que están cambiando la naturaleza de la empresa. Estas fuerzas han tenido dos efectos importantes e íntimamente relacionados: el capital humano ha sustituido al capital físico como principal fuente de valor y las empresas verticalmente integradas han abierto el camino a una mayor competitividad en los mercados de productos intermedios (RAJAN y ZINGALES, 1998, pág. 35).

La creciente importancia del capital humano en detrimento de otros activos más tangibles pone en tela de juicio la viabilidad de la empresa integrada verticalmente debido a que, cuando el capital humano es relevante, el sistema de dirección y control que brota de la propiedad de los activos inanimados no resulta satisfactorio.

Esta revalorización del capital humano respecto a los activos físicos es puesta de relieve por un reciente estudio de MACHIN y VAN REENEN (1998) que muestra el fuerte crecimiento de la demanda relativa de trabajadores cualificados en siete países de la OCDE. En principio, la mayor demanda de capital humano especializado podría venir explicada, al menos en parte, por el cambio tecnológico. Pero, como señalan RAJAN y ZINGALES (1998), el cambio tecnológico no se produce en un vacío, e indudablemente, los cambios en la organización industrial y la estructura organizativa han jugado un papel nada desdeñable.

Las organizaciones integradas verticalmente que obtienen rentas de sus activos, imagen de marca o incluso de sus estatutos societarios, hasta alcanzar una posición de mercado inexpugnable, se han convertido en criaturas del pasado. Las reformas practicadas en los mercados financieros facilitan la financiación de las grandes inversiones y, como consecuencia, la intensidad de capital ha dejado de ser una barrera de entrada. El comercio internacional ha acrecentado de manera considerable el tamaño del mercado, y las empresas antaño oligopolísticas que se beneficiaban de la tremenda ventaja de ser las primeras en mover pieza dentro de sus propios y pequeños mercados domésticos, se encuentran hoy con un mercado mundial, mucho mayor y mucho más competitivo. Los costes de comunicación se han visto drásticamente reducidos y las antiguas imágenes de marca requieren una continua reinversión a fin de mantener su reputación en un mundo cada vez más volátil. Al mismo tiempo, marcas nuevas, sobre el papel suficientemente diferenciadas, pueden hacerse rápidamente con un nicho de mercado. Estos cambios han incrementado la competencia a todos los niveles y, en particular, en el mercado de bienes intermedios. La mayor competencia a este nivel ha coincidido con el declive de la tradicional empresa integrada verticalmente.

Aunque todavía es pronto para entender por qué la mayor parte de los cambios se han producido de manera simultánea en un corto espacio de tiempo, cabe conjeturar que la razón estriba en que, a medida que los mercados se hacían más abiertos, las empresas integradas verticalmente se veían abocadas a competir con empresas organizadas de modo muy diferente. Como apuntan RAJAN y ZINGALES (1998), la presencia de fabricantes de bienes intermedios, dotados de independencia, competitividad y viabilidad, está limitando la capacidad de la alta dirección de las empresas verticalmente integradas para ejercer las funciones de dirección y control. En este contexto, se percibe que los empleados de nivel intermedio encuentran fuentes alternativas de empleo dentro de sus propias organizaciones, por lo que la empresa integrada verticalmente tiene mucho menos poder sobre ellos.

Además, las unidades internas de una empresa verticalmente integrada pueden comparar su rendimiento productivo con el de unidades externas. De resultados de tales comparaciones se han hecho patentes los cuellos de botella que para las unidades eficientes representan las no eficientes dentro de la empresa verticalmente integrada, así como los subsidios cruzados que entre unas y otras unidades se producen. Ineficiencias ambas habituales de esta forma organizativa e inevitables si la empresa integrada verticalmente no se abastece en el exterior. En tales circunstancias los incentivos para que el sistema de dirección y control funcione son prácticamente inexistentes.

Por último, no hay muchas dudas tampoco acerca de que si una empresa verticalmente integrada no produce de manera óptima en cada eslabón de la cadena, tiene que enfrentarse a una competencia mucho más dura por parte de aquellas empresas menos integradas que pueden proveerse de suministros en condiciones más ventajosas.

Puede decirse, en suma, que la apertura de un mercado competitivo de bienes intermedios ha reducido sensiblemente la capacidad de la empresa verticalmente integrada para controlar sus unidades productivas más descentralizadas, al tiempo que ha evidenciado la existencia de subsidios cruzados que son implícitos al sistema. Ambas percepciones presionan a favor de la desintegración de la empresa y obligan a las unidades que permanecen integradas a estandarizar sus productos intermedios de manera que puedan beneficiarse de los proveedores más competitivos. La fragmentación de las empresas integradas al alimón con los menores costes y barreras de entrada, han incidido fuertemente sobre el grado de competencia, acentuando el impacto de las fuerzas competitivas en juego.

Consecuencia inmediata de todo lo anterior es la creciente importancia que el capital humano de la empresa, encarnado en sus empleados, ha ido adquiriendo. Y ello por dos razones principales. En primer lugar, porque, a medida que la competencia aumenta, los activos físicos se tornan menos únicos y los empleados se encuentran con más opciones externas, como reflejan las menores expectativas de permanencia en un único puesto de trabajo. En segundo lugar, porque una empresa tiene que diferenciarse de sus competidores en términos de costes o calidad si quiere tener éxito en un mercado competitivo. Razón esta que explica la importancia de la innovación, pero no sólo de la que se concreta en investigación y desarrollo, sino también de la innovación en procesos y mejora de la calidad. La innovación tiene su origen en el capital humano y no en los activos inanimados. Los activos más valiosos de las empresas ya no son los activos materiales como los edificios, instalaciones, máquinas, existencias o tesorería, sino los activos inmateriales que tienen su origen en los

conocimientos, habilidades, experiencias, valores y actitudes de los individuos que forman las empresas. Por ello, en paralelo a su liberación por el mercado competitivo, los empleados o, más bien, el conocimiento en ellos acumulado se ha convertido en un activo mucho más valioso para las empresas. En él se concentra el mayor potencial para que éstas desarrollen con éxito sus procesos.

Nos encontramos ante lo que se ha dado en llamar la transición de la economía industrial a la economía del conocimiento, en la que éste se convierte en la principal fuente de ventajas competitivas sostenibles. Los factores clave como el capital, los recursos naturales o el trabajo, dejan lugar al conocimiento, y su adquisición y distribución ocupa un lugar tan preferente como el que ocupaba la propiedad o las rentas.

Sin embargo, como es obvio, no todos los conocimientos que la empresa posee serán fuente de ventajas competitivas sostenibles, sino solamente aquellos que contribuyan a la creación de riqueza, son los denominados conocimientos esenciales o *core competencies*.

Esta perspectiva les convierte, desde un punto de vista contable financiero, en activos intangibles, activos intelectuales o capital intelectual. Comprende todos aquellos conocimientos tácitos o explícitos que generan valor económico para la empresa. Mientras que el conocimiento tácito, identificable con activos intangibles de competencia individual -también conocidos como capital humano: educación, experiencia, habilidades y actitudes de las personas que trabajan en la empresa-, es difícil de formalizar y por lo tanto de comunicar y transferir, el conocimiento explícito -vinculado a activos intangibles de estructura interna y externa como los referidos a la estructura organizativa formal e informal, métodos y procedimientos de trabajo, software, bases de datos, I+D, sistemas de gestión, cultura empresarial, relaciones con agentes externos, acuerdos de cooperación y alianzas, etc.- es formal y sistemático, pudiendo ser comunicado y compartido fácilmente.

Retener las rentas del conocimiento individual en la organización incrementa la capacidad de la empresa para generar valor, lo que requiere una transformación del conocimiento individual en conocimiento organizativo, instrumentalizándose a través de diferentes vías tendentes todas ellas a convertir el conocimiento tácito en conocimiento explícito y a relacionarlo entre los diferentes niveles de la organización. Para ello se han de proponer normas y directrices, actividades y rutinas organizativas que permitan explicitar el conocimiento tácito y regular las interacciones entre los individuos de la organización.

De resultas de esta profunda mutación el debate sobre el gobierno de la empresa ha desplazado su atención desde la preocupación por cómo aglutinar los derechos de una propiedad diseminada hasta el interés por el diseño de otros mecanismos para controlar y retener el capital humano.

Los cambios recientes en la naturaleza de las organizaciones, la extensión y las exigencias de los mercados y la disponibilidad de financiación han hecho del capital humano especializado algo mucho más importante y también mucho más susceptible de movilización. Pero el capital humano es inalienable, es decir, no enajenable, y el poder sobre el mismo tiene que ser obtenido a través de

mecanismos diferentes del de la propiedad. Así, a medida que la importancia del capital humano ha ido creciendo, se ha ido descentralizando el poder desde la cima de la jerarquía y dispersándose sobremanera a través de la empresa.

### III. EL GOBIERNO DE LAS RELACIONES EN LA EMPRESA

Una palabra que apenas aparece en los textos básicos de microeconomía es el vocablo *gobierno*. Y mucho menos otros términos lingüísticos como autoridad, dirección y control. Son términos extraños, como señala ZINGALES (1998), en el contexto descriptivo de la microeconomía neoclásica, una corriente de la microeconomía preocupada tan sólo por las transacciones *estandarizadas* que caracterizan el funcionamiento de un mercado de libre competencia.

Pero toda forma de intercambio requiere un sistema de gobierno, un conjunto de reglas que regulen la relación y gobiernen las transacciones. De hecho, la palabra gobierno es sinónimo de ejercicio de autoridad, dirección y control, y tomando prestada la definición de ZINGALES (1998, pág. 497), por sistema de gobierno cabe entender «el conjunto complejo de restricciones que determinan la negociación *ex post* sobre las cuasi-rentas generadas en el curso de una relación».

De acuerdo con esta definición, se necesita disponer de un sistema de gobierno cuando la relación genera cuasi-rentas y estas cuasi-rentas no han sido asignadas *ex ante*. Estas dos condiciones revierten, a su vez, en la razón de ser de la negociación: la contratación incompleta.

En principio, el contrato inicial entre las partes que intervienen en la relación pudiera contemplar el reparto del excedente en todos y cada uno de los posibles estados de la naturaleza. Sin embargo, los contratos suelen ser incompletos en el sentido de que no parece posible anticipar todas las contingencias futuras o, en caso de poder hacerlo, debido a los elevados costes en que las partes incurrirían. Surge así la distinción entre decisiones *ex ante* y *ex post*: aquellas que se toman cuando las partes establecen la relación al tiempo que realizan inversiones no recuperables o irreversibles, las primeras; y aquellas otras referidas a la distribución de las cuasi-rentas que se producen en el curso de la relación, las segundas. De esta manera, en un mundo de contratos incompletos, el resultado de la negociación vendrá influido por muy diversos factores y circunstancias al margen de lo previsto en el contrato inicial.

Cuando la noción de sistema de gobierno se particulariza para referirse al gobierno corporativo<sup>7</sup>, es decir, al gobierno de una determinada forma organizativa, éste puede definirse como el conjunto de mecanismos que condicionan la negociación *ex post* sobre las cuasi-rentas generadas por la empresa. Entre dichos mecanismos se incluyen todas aquellas instituciones que influyen en el pro-

<sup>7</sup> Para ZINGALES (1998) una corporación, en principio, no es sino una convención legal vacía de contenido cuyo valor equivale al de sus derechos sobre la entidad económica subyacente, es decir, sobre la empresa.

ceso a través de cual se distribuyen las cuasi-rentas: la estructura de propiedad y control, las estructuras de propiedad, los sistemas de incentivos a la dirección, las tomas de control, los consejos de administración, la actividad de los inversores institucionales, la competencia en los mercados, la estructura organizativa, etc.

Esta definición del gobierno de la empresa enfatiza la relación existente entre el modo en el que las cuasi-rentas son distribuidas y la manera en la que se generan, y desempolva la vieja cuestión de ¿qué es una empresa? Una cuestión de vital importancia para poder resolver el puzzle del gobierno de la empresa y para entender en qué medida el gobierno de una corporación es distinto del gobierno de una mera relación contractual.

Al decir de ZINGALES (1998, pág. 498), dos son las definiciones principales de empresa existentes en la literatura. La primera, introducida por ALCHIAN y DEMSETZ (1972), es que «la empresa es un nexo de contratos», y la segunda, debida a GROSSMAN y HART (1986) y HART y MOORE (1990), es que «la empresa es un conjunto de activos físicos de propiedad compartida». En opinión de ZINGALES, la conceptualización de la empresa como un nexo de contratos soslaya el verdadero problema del gobierno de la empresa, pues, como tal problema no sería sino una versión más compleja que no diferente del problema del gobierno contractual. Con relación a la segunda definición, sostiene ZINGALES, que introduce un elemento de naturaleza no contractual -la propiedad<sup>8</sup> de la empresa- que marca las diferencias entre una empresa y una mera relación contractual y que, por ende, nos ayuda a entender el verdadero problema del gobierno de la empresa.

Sin embargo, también en la opinión de ZINGALES, la conceptualización de la empresa propuesta por GROSSMAN, HART y MOORE tiene el inconveniente de excluir a todos aquellos partícipes en la misma que no sean propietarios de activos físicos con menoscabo de su importancia para poder entender el fenómeno de la empresa.

Más recientemente, RAJAN y ZINGALES (1998) han perfeccionado estas dos definiciones con la suya propia: «un nexo de inversiones específicas: una combinación de activos y personas mutuamente especializados». Una definición, subrayan ambos autores, no necesariamente coincidente con la definición legal, pero que revela la esencia económica de la empresa: «una red de inversiones específicas que no puede ser replicada por el mercado», y que, a diferencia de las definiciones anteriores, subraya su carácter de estructura compleja -no una simple relación contractual- y reconoce que todos los partícipes mutuamente especializados forman parte del concepto de empresa, sean trabajadores, clientes o proveedores.

Es ésta, a nuestro juicio, una definición que extiende los límites de la empresa más allá de los que establece la propiedad de sus activos físicos y que, por tanto, no restringe el problema del gobierno de la empresa al estrecho ámbito del conflicto de intereses entre los proveedores de fondos y la

<sup>8</sup> La idea de que la propiedad confiere el derecho a tomar decisiones en todas aquellas decisiones o contingencias no previstas en el contrato inicial, constituye el eje central del gobierno de la empresa desde el punto de vista de la teoría de los derechos de propiedad.

dirección. Pero no es menos cierto que la definición de empresa de RAJAN y ZINGALES coincide en casi todos sus términos con los observados por JENSEN y MECKLING (1976) al abrir la *caja negra* de la empresa: un nexo o red de contratos, explícitos e implícitos, entre los distintos partícipes o *stakeholders* como son los accionistas, los obligacionistas, los trabajadores y la sociedad en general.

#### IV. FUENTES Y DELEGACIÓN DE PODER EN LA EMPRESA ACTUAL

##### 1. Las fuentes de poder en la empresa actual.

El término *poder* es un término de extendida utilización en muy diferentes contextos y con sentidos muy distintos. Para los economistas de empresa, es habitual decir que alguien perteneciente a una organización tiene un mayor poder de negociación si está en condiciones de obtener una fracción mayor del excedente neto producido por la organización. Aunque un individuo puede conseguir poder de negociación por sus propias características personales (poder específico individual) o por la forma en la que se hallan estructuradas las reglas del juego o proceso de negociación, la fuente principal de poder surge del valor de los recursos que cada participante en la organización haya aportado al proceso de producción.

A esta última fuente de poder es a la que tradicionalmente los sociólogos, y más recientemente los economistas institucionales, han concedido una mayor importancia. Así concebido, el poder dentro de la organización hace referencia al control que los individuos ejercen sobre los recursos susceptibles de crear valor, pero a un control de naturaleza diferente al que vendría determinado a través de un contrato explícito en un mercado competitivo.

Históricamente una de las principales fuentes de poder ha sido la conferida por los mecanismos legales previstos en la ley: las fuentes *de iure* de poder. Desde esta perspectiva, la concepción anterior del poder en las organizaciones pudiera parecer poco consistente pues, en ella, se hacía referencia a los derechos de control sobre los recursos no especificados en los contratos voluntarios. Pero esta inconsistencia es sólo aparente pues, en un mundo de contratación incompleta, los contratos no pueden contemplar los derechos y obligaciones de las partes en todas las contingencias. Precisamente, a través de determinados mecanismos legales, la ley ofrece a las partes derechos de control con eventualidades no previstas en los contratos, los derechos para los que GROSSMAN y HART (1986) acuñaron exitosamente el término de *derechos residuales de control*.

Probablemente, el mecanismo *de iure* más poderoso ofrecido por la ley es la propiedad. La ley permite a los individuos ser los propietarios tanto de activos físicos como de activos intangibles, y los propietarios pueden no sólo contratar sus activos con la organización en los términos que consideren oportunos, sino que la propiedad les confiere también el derecho a especificar cómo deben utilizarse sus activos en aquellas situaciones no contempladas en los contratos. Es este derecho de

control el que proporciona poder al propietario en cualesquiera negociaciones sobre el uso del activo. Naturalmente, el poder del propietario depende del mayor o menor grado de importancia del derecho residual de control y del mayor o menor grado de unicidad del activo, es decir, del coste de reemplazar este último.

De aquí que, como señala HART (1995), para entender la naturaleza económica de la empresa moderna no basta con comprender por qué son relevantes los derechos de propiedad. Es preciso entender además que la propiedad está en el origen del poder cuando los contratos son incompletos, pues son los propietarios de los recursos quienes tienen los derechos residuales de control sobre los usos no previstos en dichos contratos. De esta manera, el poder se convierte en un recurso escaso que debe asignarse eficientemente entre las distintas partes que intervienen en una transacción. Y es esta cuestión la que determina la internalización o no de las transacciones y, por tanto, los límites de la empresa. Más aún, esta concepción del poder permite entender la delegación de autoridad como una forma intermedia de autoridad entre la ausencia de control y el control total o no compartido.

Pero, si el poder tiene su origen en el control de los recursos susceptibles de crear valor, el control sobre el capital humano debiera ser en la empresa moderna una fuente de poder más importante que el control sobre los activos físicos, pues casi todos los derechos de control sobre aquél son de carácter residual, es decir, no son derechos que puedan asignarse a través de un contrato. Ello es debido a que la ley no permite que una persona pueda transferir a otra los derechos residuales de control sobre su capital humano durante un largo período de tiempo (RAJAN y ZINGALES, 1998).

¿Cómo una empresa puede obtener entonces el control sobre el capital humano? La respuesta a esta cuestión pasa por el establecimiento de vínculos entre la persona o unidad sobre la que se quiere tener poder y la empresa, vínculos que hagan que dicha persona o unidad se sienta mejor siguiendo voluntariamente las directrices de la empresa que haciendo las cosas a su manera. Los economistas utilizan el término *complementariedad* para referirse a un vínculo de tales características.

Más precisamente, se dice que existe complementariedad cuando la unidad y la empresa pueden conjuntamente crear más valor que el que podrían obtener si actuaran por separado. A diferencia de la propiedad que vincula legalmente un determinado activo inanimado a la empresa, la complementariedad vincula económicamente a la empresa con cualquier otra persona o unidad cuya propiedad no pertenece a la primera.

Una forma de obtener complementariedad es a través de la especialización. Pero cuando se habla de especialización, conviene distinguir, como lo hacen RAJAN y ZINGALES, entre *especialización técnica* o especialización en una determinada tecnología de la producción y *especialización específica* o especialización en las necesidades idiosincrásicas de la empresa. Esta última es la que vincula a un individuo o unidad a una empresa específica.

En las empresas verticalmente integradas, la vinculación de los empleados a la organización es sumamente estrecha pues su especialización es de carácter técnico, a la par que sus incentivos para especializarse específicamente se ven limitados por la no existencia de un mercado definido para sus cualificaciones y habilidades.

Con el advenimiento de una mayor competencia, la especialización técnica dejó de ser una fuente de complementariedad ya que puede adquirirse tanto uniéndose a los competidores como permaneciendo en la empresa<sup>9</sup>. Por el contrario, el elevado grado de competencia existente en los mercados actuales impide que la empresa pueda apoyarse en la especialización técnica de sus empleados para adquirir poder sobre ellos.

La empresa actual tiene que incentivar a sus empleados o unidades para que realicen inversiones específicas o idiosincrásicas. Pero se encuentra con un problema: ¿por qué razón los empleados o unidades van a especializarse en la empresa cuando saben que entonces serán más dependientes de ella? La solución a este nuevo problema exige la creación de un ambiente en el que los empleados confíen en obtener una mayor compensación por realizar inversiones específicas a la empresa.

Para lograr este objetivo, la empresa facilita a sus empleados o unidades clave *acceso* privilegiado a la organización o a sus recursos críticos, de manera que tengan poder si se especializan. La asignación selectiva del acceso a los recursos cruciales de la empresa constituye un mecanismo *de facto* para la asignación de poder entre los empleados, al tiempo que nos permite entender las nuevas formas de las relaciones clientes-proveedores que están suplantando a la tradicional empresa integrada verticalmente.

Una vez explicitado lo que los economistas entienden por poder y una vez identificado su origen, conviene también elucidar cómo incide el poder sobre la eficiencia de los procesos productivos.

En principio, en un mundo de contratación completa, es decir, en un mundo en el que todas las decisiones relevantes pudieran ser tomadas *ex ante*, no habría lugar para el ejercicio del poder<sup>10</sup> pues, aunque la asignación de poder tuviese consecuencias distributivas, no tendría consecuencias sobre la eficiencia. Sin embargo, en el mundo real los contratos no son completamente contingentes y la ley no puede garantizar con su perfección el cumplimiento de los mismos. Por ello, las organizaciones tienen que negociar continuamente en el tiempo los derechos y obligaciones de las partes sin poder limitarse a adherirse a un contrato. Y como consecuencia, el poder afecta a los resultados que se derivan de estas negociaciones.

<sup>9</sup> No deja de ser paradójico, como apuntan RAJAN y ZINGALES, que la demanda de especialización técnica por parte de los empleados haya aumentado ahora. Pero la explicación es clara: existe un mercado que valora las cualificaciones técnicas.

<sup>10</sup> Si el intercambio se produjese entre agentes anónimos, los contratos fuesen completos y las decisiones impersonales, como presuponen los teóricos del equilibrio general, indudablemente el concepto de poder sería irrelevante.

Tres al menos son las razones por las que la asignación de poder afecta a la eficiencia. La primera es porque cuanto más poder tenga un agente, mayor será la parte del excedente que pueda apropiarse, lo que, a su vez, afecta a sus incentivos <sup>11</sup> y por tanto a sus decisiones. La segunda estriba en la posibilidad de que la asignación de poder afecte al conjunto de sanciones <sup>12</sup> que pueden imponerse a un agente cuyo comportamiento no aumente el valor de la empresa. La tercera es que el poder es necesario en sí mismo para desalentar comportamientos ineficientes orientados a alcanzar una posición de poder en la empresa <sup>13</sup>.

Ciertamente, dentro del enfoque neoclásico o mejor, si se prefiere utilizar la denominación de corte contractual hoy más en boga entre los fieles a la vieja ortodoxia, dentro del llamado «enfoque del diseño de mecanismos», no hay lugar para el gobierno de la empresa. Ello es así porque los supuestos de partida de este enfoque reproducen en buena medida la abstracción e idealización de una economía Arrow-Debreu: todas las decisiones son tomadas *ex ante* y únicamente ejecutadas *ex post*; como consecuencia, todos los conflictos se resuelven *ex ante* y todas las rentas se asignan también *ex ante*; por tanto, no hay lugar para la negociación.

Alternativamente, sólo en un mundo de contratos incompletos, en un mundo en el que la contratación sea costosa y en un mundo en el que las cuasi-rentas se distribuyen *ex post* y se deben de tomar decisiones reales, sólo en un mundo así, es necesario asignar los derechos a tomar decisiones *ex post* en aquellas contingencias no especificadas en los contratos. La noción de derechos residuales de control (GROSSMAN y HART, 1986) adquiere en este contexto auténtica carta de naturaleza: derechos que son relevantes porque confieren discrecionalidad para la toma de decisiones *ex post* y derechos que son susceptibles de valoración porque la discrecionalidad puede ser utilizada estratégicamente en la negociación sobre el reparto *ex post* del excedente.

<sup>11</sup> Este efecto sobre los incentivos puede ser de dos tipos. Cuando un agente tiene poder, acaba confiando en obtener una parte sustancial del excedente a través de su relación con la organización, incluso aunque sea consciente de que los contratos no le protegen adecuadamente. Éste es el efecto *medio* del poder, y puede inducir a otro agente renuente a entrar en la relación (KLEIN, CRAWFORD y ALCHIAN, 1978). El poder aumenta también con la inversión especializada o con el esfuerzo que el agente realiza, y esto hace que su incentivo a invertir sea mayor. Éste es el efecto *marginal* del poder. La propiedad proporciona así un mecanismo de asignación de poder a los agentes con potenciales efectos beneficiosos, ya sean del tipo *medio* o del tipo *marginal*.

<sup>12</sup> El propietario de un activo esencial no puede ser excluido de la organización ni siquiera en el caso de que su capital humano no tenga valor para la misma. Por contra, el no propietario puede ser relevado de su participación si otra persona es el propietario. Dado pues que el no propietario puede ser sancionado más fácilmente y que la amenaza de sanción puede acrecentar los incentivos del no propietario a especializarse dentro de la organización, la asignación de la propiedad y por tanto, del poder, tiene un efecto claro sobre el valor productivo de la organización.

<sup>13</sup> Es el caso de aquellas organizaciones en las que determinados cometidos o tareas confieren un desmesurado poder a aquellos que son capaces de realizarlos, lo que trae consigo un deseo excesivo de especializarse en esas tareas y, por ende, desincentiva la especialización en otras tareas no menos importantes pero que generan un poder menor. Cuando una situación de este tipo se produce en las empresas, la alta dirección utiliza su poder para asignar tareas de manera que las inversiones especializadas por parte de los empleados estén coordinadas hacia el bien común de la organización. A esta forma de poder es a la que RAJAN y ZINGALES (1998a y b) han denominado *control sobre el acceso*.

El proceso a través del cual el excedente es distribuido *ex post* determina los incentivos *ex ante* de los agentes económicos para tratar de influir sobre la creación o destrucción de valor mediante la realización de acciones como las siguientes:

1. El consumo de recursos en actividades ineficientes con el único propósito de alterar el resultado de la negociación *ex post* en beneficio de una de las partes, y
2. La no realización de investigaciones que, aun contribuyendo a la creación de valor, no son compensadas por el sistema de gobierno de la relación.

Ambos tipos de acciones permiten constatar que el sistema de gobierno tiene influencia sobre los incentivos a invertir o buscar poder y, en el caso de la empresa, que la estructura de propiedad altera los incentivos para realizar inversiones específicas.

El sistema puede afectar también al proceso de creación de valor a través de su incidencia en la eficiencia de la negociación *ex post*. Como subraya ZINGALES (1998), ello equivale a decir que el sistema de gobierno determina el grado en el que las hipótesis del teorema de Coase son violadas. El sistema de gobierno puede afectar, por tanto, al grado de información asimétrica entre las partes, al volumen de costes de coordinación, o a la medida en que una de las partes se vea sujeta a restricciones de liquidez. A estas imperfecciones, HAUSMANN (1996) añade la divergencia de intereses entre las partes que tienen derechos de control como otro determinante importante de las ineficiencias que surgen en el proceso de negociación *ex post*.

En última instancia, el sistema de gobierno podría afectar al valor *ex ante* del excedente total determinando el nivel y la distribución del riesgo. Si las partes tienen grados diferentes de aversión al riesgo (o diferentes oportunidades para cubrir o para diversificar el riesgo), la eficiencia del sistema de gobierno viene dada también por la forma en que el riesgo es efectivamente asignado a la parte menos aversa (o más tolerante) al riesgo. Esta tercera vía a través de la cual el sistema de gobierno puede afectar a la eficiencia económica e influir, por ende, en la creación de valor, constituye a juicio de ZINGALES (1998) la piedra angular del análisis de FAMA y JENSEN (1983a y 1983b) de la estructura organizativa y el gobierno de la empresa.

## 2. La estructura organizativa y la transmisión de conocimiento como fuente de poder.

La creación de valor como resultado de un diseño organizativo estructurado en torno al conocimiento descansa y se justifica en lo que se conoce como el hallazgo de HAYEK (1945): el rendimiento de una organización depende de la ubicación del poder de decisión al lado del conocimiento relevante para la toma de decisiones. Hallazgo basado en la apreciación de que el conocimiento humano es imperfecto y por consiguiente se produce la necesidad de articular procesos que faciliten la adquisición y transmisión constantes del mismo.

Cuando un conocimiento es valioso para la toma de decisiones será beneficioso situar el poder de decisión donde éste se encuentre. Argumento que, de acuerdo con JENSEN y MECKLING (1995), explica cierto grado de descentralización de los poderes de decisión. Para dichos autores, la cuestión básica en el diseño de la organización es cómo conectar el conocimiento y la capacidad de decisión, señalando que cuando el conocimiento específico, pertinente para una decisión, reside en un nivel bajo de la organización, será óptima cierta descentralización de los poderes de control.

En definitiva, cuando la transferencia y utilización del conocimiento presenta costes y dificultades, como es el caso del conocimiento específico -tanto el tácito como el explícito no agregado estadísticamente-, se hace necesaria la descentralización del poder de decisión y su consiguiente asignación de derechos de decisión. Ello trae consigo el problema del control sobre la actuación de aquellos a quienes se les han asignado derechos de decisión. Debido a que todos los miembros de la empresa tienen intereses particulares, la simple delegación de poderes de decisión, señalando la función objetivo que cada uno debe maximizar, no es suficiente para conseguir este objetivo y resulta necesario un sistema de control, que vincule más estrechamente los intereses individuales con los de la organización.

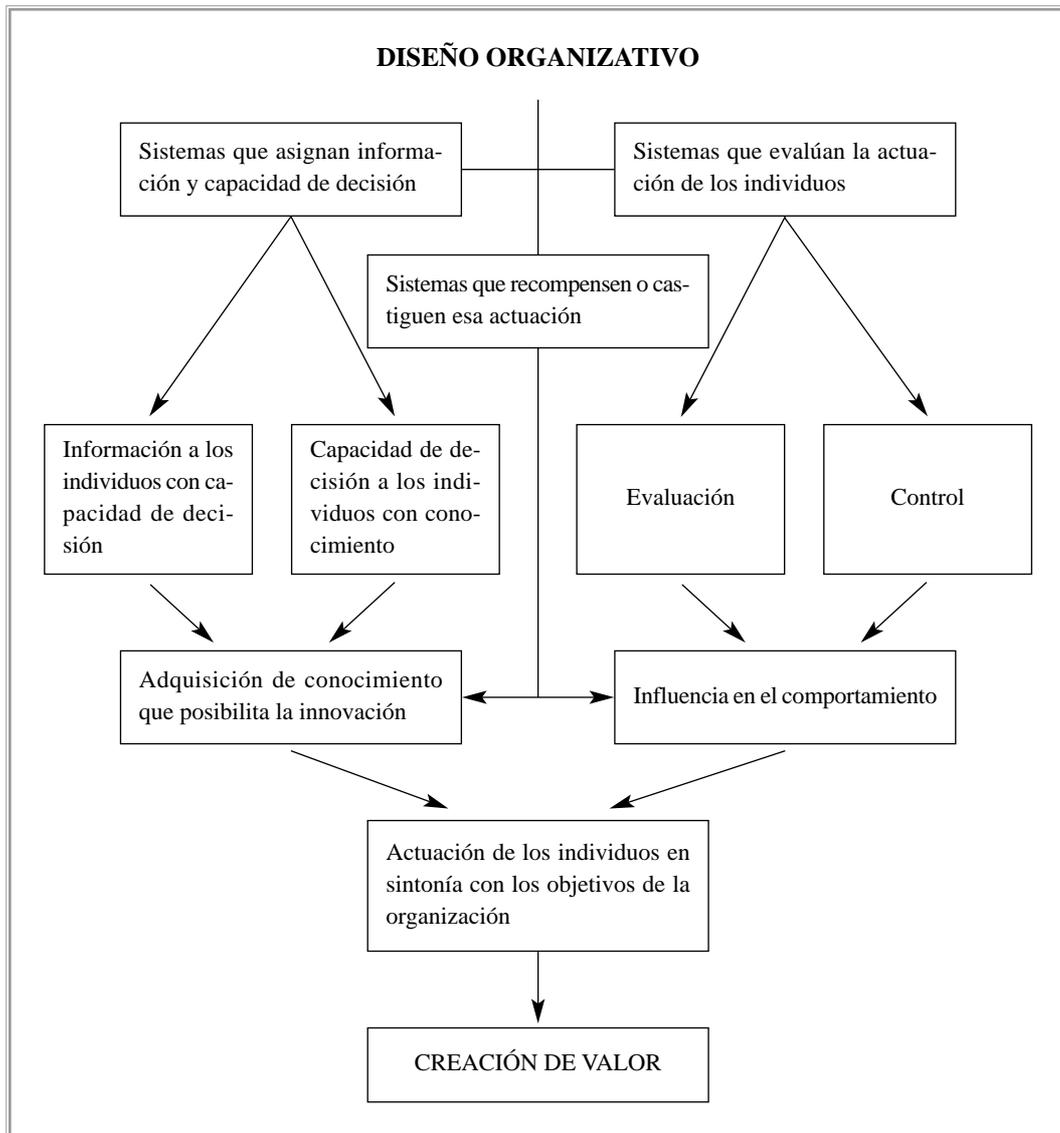
El control requiere el establecimiento de vínculos que faciliten a los individuos la elección de un comportamiento en sintonía con las directrices de la organización. En el contexto hasta aquí descrito -contratos incompletos, contratación costosa, distribución *ex post* de las cuasi-rentas y formas organizativas diferentes de la puramente jerárquica-, el control sobre el capital humano, como activo intangible poseedor de conocimiento, se convierte en la principal fuente de poder. Este control se plantea en las organizaciones actuales mediante el establecimiento del vínculo de complementariedad anteriormente aludido, a través del cual los individuos y las empresas pueden colectivamente crear más valor que lo que en solitario serían capaces de producir. Esta relación sólo se obtiene a través de una adecuada transmisión y gestión del conocimiento, que a su vez conlleva el diseño de una adecuada estructura organizativa, la cual debe concebirse con el fin de reducir al mínimo la disipación de la pérdida residual.

Coherentemente con estos planteamientos, y al amparo de los dos pilares básicos hasta el momento planteados -la concepción de la empresa a la luz de la Teoría Contractual y la introducción del activo del conocimiento como factor determinante en la creación de valor-, ZIMMERMAN (1997) plantea que estas cuestiones relacionadas con el reparto de capacidades de decisión y conocimiento entre los niveles altos y bajos de la organización, deben quedar resueltas con la construcción de los tres sistemas siguientes:

- Sistemas que midan el rendimiento. Especifican el sistema de medida y evaluación del rendimiento de cada unidad de la empresa y de cada agente decisor.
- Sistemas que recompensen y castiguen el rendimiento, vinculando la gratificación al rendimiento, y

- Sistemas que asignen capacidades de decisión. Se plantean como estrategias importantes a la hora de transferir conocimiento a los individuos con la capacidad de decisión adecuada, o dicha capacidad a individuos con el conocimiento específico.

Esquemáticamente, la creación de valor como resultado de un diseño organizativo estructurado en torno a la trasmisión de conocimiento podría expresarse mediante el siguiente gráfico:



### 3. La delegación de los derechos residuales en el consejo de administración.

A modo de síntesis de todo lo anterior cabe enumerar como objetivos del sistema de gobierno de una empresa los tres siguientes:

1. Maximizar los incentivos para la realización de inversiones que creen valor y, simultáneamente, minimizar la búsqueda ineficiente de poder.
2. Minimizar las ineficiencias en la negociación *ex post*, y
3. Minimizar cualquier riesgo de gobierno y asignar el riesgo residual a las partes menos aversas al riesgo.

La discusión crítica de estos tres objetivos del sistema de gobierno permite sentar las bases para un análisis riguroso de la siguiente cuestión: ¿quién debe de controlar la empresa?

Centrando la cuestión en el primero de ellos <sup>14</sup>, ZINGALES (1998) discute el supuesto generalmente aceptado de que son los accionistas y en general los aportantes de fondos quienes deben de controlar la empresa. Como objeción de fondo ZINGALES alega que una explicación satisfactoria a la creencia generalizada de que los derechos residuales de control deben de pertenecer a los accionistas sólo podríamos obtenerla si dispusiésemos -y ése no es el caso- de una teoría de la empresa que de manera explícita tuviese en cuenta la existencia de diferentes *stakeholders* o propietarios de los recursos y modelizase la interacción entre las fuentes de poder contractuales (como la propiedad) y no contractuales (como las inversiones en capital humano específico).

Más en concreto, ZINGALES critica las explicaciones dadas en la literatura para justificar que han de ser los accionistas quienes ejerzan el control de las empresas. En su opinión, el denominador común a tales explicaciones gira en torno al argumento de que el gobierno de la empresa ha de corresponder a los accionistas porque son los propietarios de recursos que gozan de una menor protección contractual. Y ello por tres razones principales:

1. Porque su inversión es más valiosa.
2. Porque los otros propietarios de recursos pueden proteger mejor sus inversiones a través de los contratos, y
3. Porque los demás propietarios de recursos tienen otras fuentes de poder *ex post* con las que proteger sus inversiones.

---

<sup>14</sup> Los análisis de FAMA y JENSEN (1983a y 1983b) antes referidos centran la cuestión en torno al tercero de los objetivos, mientras que el también precitado de HAUSMANN (1996) lo hace en torno al segundo.

Ante este tipo de explicaciones, ZINGALES contraargumenta que:

1. No hay ninguna razón para valorar las inversiones en capital humano como de segundo orden respecto a las inversiones en capital físico.
2. Tampoco parece obvio que los aportantes de fondos se encuentren menos protegidos en términos contractuales, y mucho menos que la inversión en capital humano sea más difícil de contratar que la inversión en capital físico.
3. Aun en el caso de que los accionistas y demás aportantes de fondos dispongan de menores opciones en la negociación *ex post* y, por consiguiente, precisen de alguna forma de protección contractual, no se justifica que ésta haya de producirse a través de la asignación de los derechos residuales de control.

El propio ZINGALES, esta vez en colaboración con RAJAN (RAJAN y ZINGALES, 1998), propone una explicación más acorde con su concepción de la empresa: una combinación de activos y personas mutuamente especializados. De la consideración de los diferentes partícipes en el nexo de inversiones específicas que configuran la empresa y la constatación de que la mayor parte de estas últimas lo son en capital humano, no pudiendo por tanto ser contratadas ni delegadas *ex ante*, ZINGALES colige que asignar el derecho residual a alguno de estos partícipes tendría un efecto negativo sobre sus incentivos para especializarse.

En sentido contrario y puesto que la provisión de fondos es fácilmente contractable, los recursos financieros pueden obtenerse en el volumen óptimo sin más que garantizar a los proveedores de los mismos que recibirán *ex post* una parte suficiente del excedente. Por consiguiente, la asignación de derechos residuales de control a los proveedores de fondos tiene el efecto positivo de atribuirle un suficiente excedente *ex post*, al tiempo que evita el efecto negativo de reducir sus incentivos marginales. Ahora bien, una vez que los recursos han sido aportados, los inversores financieros pudieran ser reacios a invertir sus fondos en proyectos muy especializados por miedo a que su participación en el excedente se vea reducida.

Así las cosas, la solución óptima sería que los proveedores de los fondos retuviesen el derecho residual de control sobre los activos pero que delegasen el derecho a especializar los activos en una tercera parte que no internalice la pérdida de oportunidades que la especialización trae consigo. Esta tercera parte no debiera estar, por tanto, en la posición de un mero agente, que tiene el deber de obediencia al principal, sino que debiera tener garantizada la independencia para actuar en el interés de la firma, es decir, de todos los miembros que participan en el nexo de inversiones específicas, y no sólo en interés de los accionistas. BLAIR y STOUT (1997) sostienen que éste es el papel que la regulación mercantil atribuye al consejo de administración.

La delegación de derechos en el consejo de administración, como solución al problema de incentivos que plantea la especialización, ya había sido anticipada por JENSEN y MECKLING (1992)

en su análisis del ejercicio conjunto de los derechos de decisión en las organizaciones: el conjunto de derechos de decisión poseídos en el nombre de una organización está cedido nominalmente a su consejo de administración y dirección.

## V. LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN: ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO

Como se deduce del epígrafe anterior, el gobierno de la empresa es un problema de control de la dirección, de incentivos para la creación de valor y de asignación del riesgo residual a las partes menos aversas. El problema del control es endémico a las grandes corporaciones, en las que la propiedad está atomizada y en las que los accionistas individuales carecen de incentivos para desarrollar esa función (JOHN y SENBET, 1998). Además, si otros mecanismos de gobierno están debilitados o su actividad ha sido mermada por restricciones institucionales, la ineficiencia de los consejos puede ocasionar elevados costes para las empresas y, por consiguiente, para la sociedad (JENSEN, 1993).

Entre otras, quizá sea esta la razón por la que, durante los últimos años, el debate sobre el gobierno de la empresa se haya centrado en la eficiencia del consejo de administración, órgano de gobierno de primer orden por estar situado, como subraya JENSEN (1993), en el vértice de los sistemas internos de control, y al que corresponde llevar a cabo, por delegación de los accionistas, la supervisión del equipo directivo.

El consejo de administración es el órgano de representación de los accionistas en la toma de decisiones de la empresa. Los accionistas suelen delegar en él la dirección y control de la empresa, reteniendo el derecho de ratificación del nombramiento de consejeros y de la adopción de las decisiones estratégicas más importantes. A su vez, el consejo delega en los directivos la administración de la empresa. De ellos dependerá la selección y remuneración del resto de los directivos y la dirección estratégica de la empresa.

Las funciones del consejo de administración son básicamente cinco (CUERVO, 1998):

- Controlar y evaluar a los directivos, lo que incluye su nombramiento, sustitución y remuneración, así como incentivar que éstos actúen conforme al interés de los accionistas.
- Asesorar a la dirección en la formulación y elección de las estrategias de la empresa y hacer una correcta evaluación de su posición competitiva y de sus activos intangibles.
- Aportar recursos a la empresa a través de los conocimientos e información de los consejeros -recursos básicos en muchos casos para el desarrollo de aquella-.
- Crear legitimidad social para el desarrollo de las actividades de la empresa, al facilitar su interrelación con la sociedad y sus instituciones.
- Organizar el funcionamiento del consejo y de las comisiones y evaluar sus funciones.

De estas funciones se desprende que el papel del consejo de administración aparece como el ejercicio de determinada *relación de agencia* o *contrato* entre accionistas, dirección y mercado, basada en la generación de una información y de una competencia para el control eficiente de la gestión de los directivos (BUENO, 1999).

No existe, sin embargo, un modelo universal de funcionamiento del consejo, sino que depende de la estructura de propiedad, de las circunstancias históricas de la empresa, del sector y de los niveles de competencia en los mercados. El objetivo del consejo es maximizar el valor de la empresa -lo cual requiere que ésta sea competitiva en los mercados-, integrar las demandas y expectativas de los agentes que configuran la empresa y adaptar la empresa a las exigencias y demandas de la sociedad.

Abierto el debate sobre la estructura y funcionamiento de los consejos de administración, tanto en el ámbito académico como en la esfera política y empresarial existe la creencia generalizada de que la labor de supervisión y control de los consejos de administración es muy necesaria y que todos los esfuerzos para comprender su funcionamiento y explicar su incidencia en el valor redundarán en un mejor gobierno de las empresas.

Las propuestas que se barajan en aras de desarrollar la capacidad del consejo para controlar la dirección y crear valor se centran en:

- a) Separar el cargo de presidente del consejo del de máximo ejecutivo de la compañía.
- b) Ampliar la composición del consejo para dar entrada en el mismo a consejeros externos (independientes y dominicales) y
- c) Establecer las reglas de funcionamiento del consejo, incluyendo la creación de comisiones especiales (auditoría, remuneración y nombramientos, entre otras).

La elaboración de códigos de conducta de los consejos de administración en los principales países desarrollados (Informes Cadbury, Vienot, Peters, etc.) refleja esta preocupación por disponer de órganos de supervisión eficaces para conducir a las empresas por la senda de la creación de valor. También la OCDE, tras el trabajo de casi un año de un grupo internacional de expertos, ha hecho públicos sus *principios para el gobierno de las sociedades* enfatizando que «un buen gobierno corporativo debe proporcionar incentivos adecuados para que el consejo de administración y la dirección seleccionen aquellos objetivos más rentables para la compañía y los accionistas».

En el plano académico las más recientes investigaciones empíricas han volcado su atención sobre tres cuestiones críticas para el buen gobierno de la empresa: el tamaño del consejo (EISENBERG *et al.*, 1998; JENSEN, 1993; YERMACK, 1996), la composición e independencia del consejo (BAYSINGER y BUTLER, 1985; BHAGAT y BLACK, 1998; HERMALIN y WEISBACH, 1988, 1991; ROSENSTEIN y WYATT, 1990, 1997; WEISBACH, 1988) y su operativa interna (KLEIN, 1998). De los resultados obtenidos en

la investigación cabe destacar el efecto negativo que el tamaño del consejo parece ejercer sobre el valor de la empresa, el aparentemente efecto indeterminado de la independencia del consejo sobre el valor, y la posible existencia de una relación endógena entre el nivel de rotación de los directores, la composición del consejo y determinados aspectos externos a la empresa<sup>15</sup>.

Nuestro trabajo intenta añadir evidencia empírica al respecto analizando el efecto que el tamaño, la composición y el funcionamiento de los consejos de administración tienen sobre el valor de la empresa. Para ello investigamos una muestra de 450 grandes empresas pertenecientes a diez países desarrollados, tres vinculados al sistema corporativo anglosajón (Canadá, Estados Unidos y Reino Unido) y siete al sistema corporativo continental (Alemania, Bélgica, España, Francia, Holanda, Italia y Suiza). Un rasgo destacable del estudio es el tocante a la disponibilidad de datos para empresas de distintos países, lo que permite expandir el análisis de los consejos de administración más allá del caso anglosajón, al que han estado ceñidas la mayor parte de las investigaciones realizadas.

La asociación entre valor de la empresa y gobierno corporativo es un tema de estudio que suscita el interés de los poderes públicos y órganos de regulación por muy diferentes razones<sup>16</sup>. Late en este interés el fracaso de las distintas soluciones propuestas para reducir los costes de agencia que, por mor de la separación entre propiedad y control, aquejan a las grandes corporaciones nacionales o transnacionales y cuya reducción o eventual eliminación se ha tratado de conseguir mediante la potenciación de los distintos mecanismos internos y externos de supervisión y control.

Sin menoscabo de las funciones de información y asignación encomendadas a los mercados de capitales, trabajo, bienes y servicios o de control corporativo, es innegable que el modo de estructurar y administrar las empresas tiene una singular incidencia sobre el uso eficiente de los recursos puestos a su disposición y, por ende, sobre su valor. Nuestra investigación se inscribe en la corriente de la literatura empírica preocupada por la eficacia de los mecanismos internos y que relaciona el valor de la empresa con ciertos rasgos distintivos del gobierno corporativo como son el tamaño, la composición y otros factores determinantes de la estructura de los consejos de administración. El análisis de la causalidad de esta relación pudiera invertirse para contemplar la posibilidad de que la propia composición del consejo sea resultado de la interacción de un conjunto de factores (JOHN y SENBET, 1998).

Respecto a las atribuciones del consejo de administración, parece obvio reincidir en la idea de que constituye una instancia en la que los accionistas ejercen el control sobre la alta dirección de la compañía. Sin embargo, las numerosas dudas que se plantean sobre su efectividad y sobre cómo desempeña esta tarea sugieren la necesidad de un análisis más pormenorizado que debe tener en

<sup>15</sup> La posible endogeneidad de la estructura del consejo y el efecto que comporta en la función supervisora del mismo han sido objeto de incipiente interés en fechas muy recientes, existiendo únicamente un reducido número de trabajos que abordan esta cuestión.

<sup>16</sup> Véase, por ejemplo, el estudio encargado por la Comisión Europea a los coordinadores de la *European Corporate Governance Network* (1997): *The separation of ownership and control: a survey of 7 European Countries. Preliminary report to the European Commission*. Vols. 1-4.

cuenta necesariamente tres elementos (su composición, su tamaño y los comités que eventualmente pueda incluir), así como la posible endogeneidad del mismo. El análisis de estas tres características y la discusión problema de la endogeneidad se abordarán en los apartados que siguen a continuación.

## 1. Composición del consejo y valor de la empresa.

Es habitual al referirse a la composición del consejo, distinguir, en función de su participación en las tareas ejecutivas de la empresa, entre miembros externos e internos, puesto que los incentivos y el comportamiento de ambos grupos serán notablemente diferentes <sup>17</sup>. Aunque el predominio de uno u otro grupo en el consejo comporta diferentes ventajas e inconvenientes, la opinión mayoritaria en la literatura se decanta por recomendar los consejos dominados por miembros externos, llegándose incluso a postular la conveniencia de consejos formados exclusivamente por externos (DALTON *et al.*, 1998).

La existencia de una mayoría de externos es vista como una garantía de la efectividad del consejo en su tarea de supervisión y conduciría a obtener mayores beneficios (BAYSINGER y BUTLER, 1985; PIERCE y ZAHRA, 1992). Esta idea goza de cierto soporte empírico, pues algunos trabajos han puesto de manifiesto la positiva acogida por parte del mercado del nombramiento de consejeros externos (ROSENSTEIN y WYATT, 1990) y una relación positiva entre la reacción del mercado ante adopciones de *píldoras envenenadas* y la proporción de consejeros externos (BRICKLEY *et al.*, 1994).

Sin embargo, también la presencia y participación activa de internos tiene su justificación e igualmente se ha observado evidencia empírica en ese sentido (BAYSINGER y HOSKISSON, 1990; HOSKISSON *et al.*, 1994; BHAGAT y BLACK, 1998). La opinión de estos autores se basa en el mejor conocimiento de la empresa y del sector que poseen los internos, por lo que su experiencia puede contribuir a incrementar la rentabilidad de la compañía.

Existe asimismo otra posición intermedia (FOSBERG, 1989; HERMALIN y WEISBACH, 1991) que no ha encontrado motivos fundados para defender cualquiera de las dos corrientes al no apreciar relación entre la composición del consejo y la rentabilidad de la empresa, si bien sí que perciben una estrecha vinculación entre estructura de propiedad y resultados. ROSENSTEIN y WYATT (1997), por su parte, concluyen que la solución óptima reside en un consejo de composición equilibrada, destacando el efecto positivo que tiene tanto la incorporación de un externo a un consejo dominado por internos como la de un interno a un consejo dominado por externos.

---

<sup>17</sup> No es ésta la única clasificación posible, puesto que muchos autores frecuentemente distinguen, además de los consejeros internos y externos, otros grupos como aquellos consejeros que mantienen relaciones profesionales con la empresa y aquellos titulares de considerables paquetes de acciones que gozan de un *status* peculiar.

Otro aspecto clave de la composición del consejo y su capacidad para velar por los intereses del accionariado es el que hace referencia al nombramiento y destitución del CEO <sup>18</sup>. En la medida en que las carreras profesionales de los directores internos se hallan ligadas a la trayectoria del CEO, parece más probable que la rotación del CEO sea más frecuente en los consejos dominados por externos y que sea allí también donde se supedita en mayor medida su remuneración a los resultados de la empresa (WEISBACH, 1988; HERMALIN y WEISBACH, 1988; ROSENSTEIN y WYATT, 1997). Así parece desprenderse de las investigaciones anteriores, que demuestran la disímil velocidad de nombramientos y destitución de consejeros internos y externos en vísperas del nombramiento de un nuevo CEO y poco después de que tal nombramiento haya tenido lugar, así como la diferente duración de la permanencia en el consejo de ambos tipos de figuras.

## 2. Influencia del tamaño del consejo.

El número de miembros que componen el consejo constituye igualmente un rasgo destacado en su tarea de supervisión y control. Mientras que, por una parte, la inclusión de un mayor número de consejeros facilita esa tarea -lo que haría pensar en el efecto beneficioso sobre el valor de un mayor tamaño-, también parece ser igualmente cierto que los incrementos de tamaño tienen efectos negativos sobre los resultados empresariales en términos de una peor supervisión de los directivos debido a los problemas de coordinación y comunicación que pueden surgir en el seno del consejo, hasta el punto de hacer muy difícil la tarea de controlar al CEO y tomar decisiones eficientes (LIPTON y LORSCH, 1992; JENSEN, 1993).

La evidencia empírica disponible parece inclinarse por esta segunda posibilidad, al probar la existencia de una relación opuesta entre valor de la empresa y tamaño del consejo, una vez que se considera explícitamente el efecto del tamaño de la empresa, su edad o las oportunidades de crecimiento disponibles (YERMACK, 1996; EISENBERG *et al.*, 1998). Según muestra el primero de los autores, los consejos de menor tamaño realizan su función con más efectividad y se hallan asociados a empresas con mejores indicadores financieros. Asimismo se observa que el mercado reacciona positivamente ante anuncios de reducción del tamaño del consejo, mientras que un aumento del mismo tiene una acogida negativa en el mercado. No obstante, esta relación no es lineal sino que el efecto negativo del mayor tamaño del consejo se atenúa a medida que éste se incrementa, lo que equivale a decir que las pequeñas empresas son aquellas que se ven más perjudicadas por un aumento del tamaño del consejo, mientras que las empresas de dimensión mediana-grande -si bien también se ven negativamente afectadas- lo serán en menor medida. Existen incluso trabajos que establecen una relación no lineal, llegando a determinar un número óptimo de consejeros (FERNÁNDEZ *et al.*, 1998).

---

<sup>18</sup> Con la expresión CEO (*Chief Executive Officer*) tratamos de designar, por analogía con la literatura de origen anglosajón, al consejero-delegado o al máximo responsable de una sociedad anónima.

Explicaciones adicionales de esta relación inversa entre tamaño del consejo y valor de la empresa pueden darse a partir del hecho de que en las empresas pequeñas el esquema de incentivos de los directores está diseñado más claramente y que en ellas existen inversores activos (primordialmente directores internos con un importante paquete accionarial) que realizan un control más apropiado. Por eso, en estas empresas se observa una menor rotación de directores, lo que ha de atribuirse con alta probabilidad a la mejor gestión de las empresas con consejos más reducidos y a la mayor efectividad que surte sobre el CEO la amenaza de destitución (YERMACK, 1996).

### 3. La estructura de comités.

Una respuesta que en ocasiones se ha barajado para justificar la insuficiente significación de la propiedad poseída por los directivos sobre el valor de la empresa exige un análisis más detallado de la estructura organizativa del consejo (KLEIN, 1998). Como muestra este autor, la escasa asociación entre resultados de la empresa y composición global del consejo se torna en estrecha relación cuando se establece entre resultados de la empresa y estructura de comités del consejo.

Estos comités tienen su origen en un intento de especificar y delimitar más claramente el conjunto de competencias de las que los directores son responsables, de modo que resultarán tanto más necesarios cuanto mayor sea el tamaño de la compañía, permitiendo de esta forma que el pleno del consejo se reúna únicamente unas pocas ocasiones a lo largo del año. Varios tipos de comités pueden distinguirse en el seno de las empresas y sería interesante detallar algunos de ellos con el fin de exponer la función que directores internos y externos desempeñan en ellos.

Hay dos comités, el de auditoría y el de retribución, cuya función primordial es la de supervisar la actuación de los administradores de la compañía. Así, mientras el primero de ellos trata de reducir la asimetría informativa existente entre los directivos y el resto de los agentes implicados en la empresa (accionistas, acreedores, etc.), el segundo establece los incentivos tendentes a minorar los costes de agencia de la discrecionalidad directiva. Parece por tanto apropiado que los mencionados comités estén integrados básicamente por directores externos. De hecho, es tanta la importancia del comité de remuneración que algunos autores han llegado a destacar su trascendencia en la ejecución de la estrategia, puesto que puede suceder que los directivos orienten el comportamiento estratégico de la empresa hacia aquellos campos que más se acomoden a los incentivos de su comportamiento (KEDIA, 1997a y b).

Por otra parte, hay otros comités como son el de financiación y el de inversiones estratégicas que requieren de sus integrantes una especialización y un conocimiento profundo de las actividades de la empresa, por lo que sería deseable la presencia significativa de miembros internos, habida cuenta de su mejor conocimiento de múltiples aspectos de la empresa. También la literatura empírica parece validar esta conclusión, observándose que una mayor presencia de directores externos conduce a una mayor efectividad de la función de ese comité.

#### 4. Endogeneidad de la estructura del consejo.

Si en las líneas precedentes se ha considerado dada la estructura del consejo, es apropiado preguntarnos también por los motivos que conducen a que el consejo adopte la forma que adopta e identificar los factores que determinan la inclusión o exclusión de consejeros, lo que supone, en definitiva, plantearse la endogeneidad de la estructura del consejo (HERMALIN y WEISBACH, 1998; EISENBERG *et al.*, 1998; YERMACK, 1996). Esta cuestión tiene una novedad relativa, pues tradicionalmente se ha supuesto que la causalidad discurría de la estructura de gobierno a los resultados de la empresa, pero apenas había planteamientos en dirección contraria (BARNHART *et al.*, 1994). No obstante, la respuesta a esta cuestión tiene gran importancia, como ponen de relieve pluralidad de trabajos en los que se observa cómo el consejo de directores se ve afectado por los resultados empresariales.

HERMALIN y WEISBACH (1988) muestran que la obtención de malos resultados por parte de la empresa o su salida de algunos sectores tiende a afectar al consejo eliminando internos y aumentando el número de miembros externos y, a la postre, al tamaño del consejo. Del mismo modo, la proporción de externos o internos no responde sólo a un deseo de buscar la efectiva supervisión de los directivos, sino que guarda relación con la posición que mantiene el CEO en el seno del consejo. Cuando se aproxima su edad de jubilación, se observa una tendencia a añadir miembros internos al consejo, como posibles candidatos a su sucesión, del mismo modo que después del nombramiento de un nuevo CEO se advierte una notable salida de miembros internos -posiblemente los candidatos derrotados- que suele coincidir con los de menor antigüedad en el cargo. Otros factor que podría sugerir también la posibilidad de endogeneidad del consejo es el hecho de que, tras un recorte de los dividendos, se tienda a incluir directores externos (KAPLAN y REISHUS, 1990). Todas estas situaciones (resultados, porcentaje de externos, atrincheramiento, etc.) parecen incidir en la composición del consejo y por tanto en su tamaño.

## VI. EVIDENCIA EMPÍRICA EN LOS PAÍSES DE LA OCDE

### 1. Hipótesis de investigación.

La exposición de los fundamentos teóricos que explican la relación entre tamaño, composición y funcionamiento de los consejos de administración y el valor de la empresa, así como el conocimiento de la investigación empírica realizada, proporcionan un conjunto de hipótesis cuya contrastación con una muestra de empresas pertenecientes a diez países para el año 1996 ocupará el resto del trabajo. Antes de plantear las hipótesis debe precisarse que no existe unanimidad en cuanto al efecto de algunas variables del consejo sobre el valor de la empresa, tal como ponen de manifiesto los estudios empíricos. Ello, lejos de desanimar la investigación, supone un incentivo para buscar regularidades empíricas con nuevas muestras y técnicas de análisis.

La principal hipótesis que pretendemos contrastar es la que pronostica una relación negativa entre el tamaño del consejo, medido por el número de directores, y el valor de la empresa. Los argumentos de eficiencia, flexibilidad, comunicación y coordinación, así como la mayor parte de trabajos empíricos, dan soporte a esta hipótesis. En segundo lugar, se pretende probar el efecto positivo del porcentaje de externos sobre el valor de la empresa por cuanto ese tipo de composición -indicativa de independencia- animaría la labor de supervisión y control. Esta hipótesis, aunque ha sido formulada en esta dirección en numerosos trabajos, no ha ofrecido resultados concluyentes a la fecha, inclinándose la literatura por la conveniencia de consejos equilibrados en términos de participación de externos e internos. En tercer lugar, pronosticamos una relación positiva entre un conjunto de variables que caracterizan o incentivan la actuación eficiente en el funcionamiento de los consejos (número de reuniones por año, remuneración por consejeros y empleo de comités especializados) y el valor de la empresa. En cuarto y último lugar, planteamos la conveniencia de valorar y atajar el hipotético problema de endogeneidad del tamaño del consejo, puesto de relieve en la literatura reciente, a través de una metodología específica que permita simultanear las relaciones entre las variables objeto de análisis.

## 2. La información y sus fuentes.

El conjunto de empresas empleado en el análisis se corresponde con grandes empresas no financieras pertenecientes a diez países, de los cuales tres podrían caracterizarse por un sistema corporativo de tipo anglosajón (Canadá, EE.UU. y R.U.) y los siete restantes por el sistema corporativo europeo-continental (Alemania, Bélgica, España, Francia, Holanda, Italia y Suiza). Los datos se han obtenido del *Spencer Stuart Board Index*, una publicación que la consultora Spencer Stuart elabora recogiendo datos de las grandes empresas de los países referenciados. Aunque el Índice para Estados Unidos comenzó a elaborarse en 1990 y continúa anualmente, para el resto de países su publicación data de 1996, no disponiendo a la fecha de datos para la generalidad de países y el resto de años <sup>19</sup>. Disponemos, por tanto, de datos sobre el consejo de administración de grandes empresas de diez países desarrollados. Una vez eliminadas las entidades financieras y de seguros, aquellas en las que existían muchos valores no disponibles y los valores extremos, forman parte del conjunto muestral 450 empresas no financieras pertenecientes a los diez países arriba mencionados. Como se puede ver en la tabla 1, las empresas difieren significativamente en cuanto al tamaño y al número de observaciones por país, pero estas diferencias de tamaño son reales (no contienen sesgos muestrales) ya que se corresponden con las mayores empresas cotizadas de cada país. Además, debe tenerse en cuenta que todos las empresas de casi todos los países operan con un consejo unitario a excepción de Alemania y Holanda que por ley deben operar con un consejo a dos bandas que incluyen un consejo supervisor y un consejo de dirección. Más adelante profundizaremos en las diferencias entre países una vez que hayamos definido todas las variables utilizadas.

<sup>19</sup> En la actualidad se dispone del *Board Index* para trece países y sólo para algunos países se ha elaborado el correspondiente a 1997 y 1998.

**TABLA 1.** Distribución por países de las empresas incluidas en la muestra.

	N.º	TAMAÑO MEDIO (MILL. \$ VENTAS)	TAMAÑO MEDIO (\$ VALOR MERCADO)
Bélgica .....	12	4.787,37	3.658,90
Canadá .....	79	3.270,19	3.048,62
Francia .....	42	9.819,12	11.130,76
Alemania .....	33	7.881,16	12.261,40
Italia .....	56	2.531,88	5.299,74
Holanda .....	37	7.339,03	6.164,95
España .....	28	1.015,68	930,88
Suiza .....	17	7.224,85	5.749,19
Reino Unido .....	66	13.581,53	9.849,23
EE.UU. ....	80	41.456,74	25.536,88
TOTAL .....	450	12.770,90	9.951,99

La metodología utilizada por la consultora permite dotar de homogeneidad a la información disponible para las empresas de los diez países considerados. Sin embargo, la información recabada no es siempre la misma ya que los requerimientos de información son distintos entre los países, caracterizándose los anglosajones por revelar más información que las empresas europeas. En general, los *Board Index* proporcionan información sobre el tamaño del consejo y su composición (número de miembros externos, internos y extranjeros), el número de reuniones por año, la edad media de los consejeros, la duración media de permanencia en el consejo, la remuneración que percibe el consejo, el número de comités y -únicamente para unos cuantos países- el tipo de comités con los que operan los consejos de administración de las empresas.

También ha sido utilizada la *Global Vantage Database* para obtener información sobre las partidas de balance y de resultados, así como de mercado, de las compañías incluidas en el trabajo. Básicamente, se ha recurrido a la información sobre las ventas, valor de mercado, beneficio bruto y neto, endeudamiento, activos y número de empleados. La metodología empleada por *Standard & Poors* también dota de relativa homogeneidad a la información sobre las compañías.

### 3. Variables y estadística descriptiva.

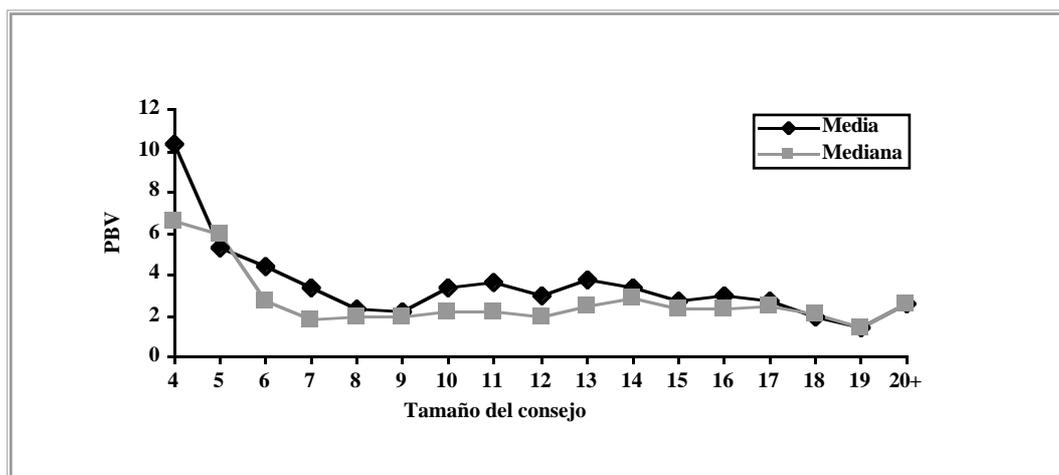
El valor de la empresa se mide utilizando el cociente entre el valor de mercado y el valor contable de los capitales propios (PBV). FAMA y FRENCH (1992) hacen notar que esta ratio, combinada con el tamaño de la empresa, proporciona una caracterización robusta y simple de la rentabilidad de

mercado de la empresa. Además, tiene la ventaja de ser fácil y precisamente medida. Algunos estudios emplean la ratio como variable dependiente (BARNHART *et al.*, 1994) mientras que otros utilizan distintas versiones de la ratio  $q$  de Tobin en función de la metodología utilizada (YERMACK, 1996; BAGHAT y BLACK, 1998). También se definieron medidas de la rentabilidad contable como el cociente entre beneficio neto y el valor contable de los capitales propios (ROE) y el cociente entre el beneficio bruto y el activo total (ROA) (véase tabla 2).

Para caracterizar el tamaño, la composición, la independencia y la operativa interna del consejo de administración se construyeron las variables que a continuación se detallan. El tamaño del consejo (TAMC) se define como el número de consejeros de la empresa. Como puede observarse en la tabla 2, la media y mediana del tamaño del consejo ascienden a 11,6 y 12 consejeros respectivamente. Estos valores son similares a los 12 consejeros reportados por YERMACK (1996), BARNHAT *et al.* (1994), ROSENSTEIN y WYATT (1997) y KLEIN (1998), y superiores a los reportados por FERNÁNDEZ *et al.* (1998) y DENIS *et al.* (1998), quienes sitúan sus estimaciones cercanas a los 9 consejeros. Las diferencias en el tamaño del consejo están estrechamente relacionadas con el tamaño de la empresa y con la pertenencia de las empresas a un determinado país.

El gráfico 1 proporciona una primera aproximación a la relación entre valor medio y mediana de la ratio de valoración y el tamaño del consejo de administración de las empresas ordenadas según el número de consejeros. La ratio disminuye rápidamente a medida que aumenta el tamaño del consejo desde 4 a 9 consejeros, y para valores mayores disminuye más suavemente, con un ligero repunte para empresas con 9 y 10 consejeros. Aunque la pendiente apenas se aprecia, a partir de 12 consejeros (la mitad de las empresas de la muestra) la disminución es suave pero constante. En apoyo de esta relación negativa entre valor y tamaño del consejo está la obtención de un coeficiente de correlación negativo.

**Figura 1.** Valor de mercado/valor contable y tamaño del consejo.



La composición del consejo se concreta en tres variables que miden el porcentaje de internos en el consejo (INTP), el porcentaje de consejeros extranjeros (FORP) y el porcentaje de consejeros externos (EXTP), tal como son definidos por el *Spencer Stuart Board Index*. Esta última variable es considerada en numerosos trabajos empíricos como una *proxy* del grado de independencia, ya que comprende todos aquellos consejeros que no participan en la gestión de la empresa. Algunos trabajos precisan aún más el carácter de externos diferenciando los verdaderamente independientes de aquellos otros (consejeros *grises* o afiliados) que mantienen alguna relación especial con la empresa. La información disponible no permite identificar esta clase de consejeros.

El valor medio del porcentaje de externos en el consejo es bastante elevado, manteniendo algo más de la mitad de empresas de la muestra un consejo dominado más que mayoritariamente ( $>0.7$ ) por externos (los consejos dominados por internos tan sólo comprenden el 17% de las empresas de la muestra). Esto es un dato importante por cuanto la literatura postula que los consejos dominados por externos gozan de mayor independencia y, por tanto, pueden realizar una labor de supervisión más eficaz. No obstante, la evidencia empírica sobre la supuesta eficiencia de los consejos dominados por externos no es concluyente, sino que más bien lleva a pensar en la conveniencia de consejos equilibrados que se beneficien de la experiencia y capacidades directivas de los internos y de la independencia de los externos. Un dato no habitual en los trabajos empíricos sobre la composición del consejo es proporcionado por el número de extranjeros que ocupan un sillón en el consejo. Aunque su valor medio es aún pequeño y la disponibilidad de datos se reduce considerablemente (285 observaciones disponibles), un reciente informe (Pic, 1997) revela que los consejos con representantes extranjeros son cada vez más frecuentes y su tendencia es creciente como respuesta al proceso de globalización económica.

En el intento de caracterizar el consejo y su operativa interna se definen otras variables que miden el número de reuniones que mantienen los consejos de administración al cabo del año (COM-YEA), una variable interesante por cuanto es indicativa de la actividad y efectividad del consejo, la edad media de los consejeros (AAGE) y la duración media de permanencia de los consejeros en el consejo (LONG), que pueden constituir aproximaciones al grado de estabilidad (o el dinamismo) del consejo, así como un cierto grado de atrincheramiento. Estas dos últimas variables se encuentran positivamente relacionadas con el tamaño del consejo. Además de caracterizar el consejo de administración, estas variables resultan de utilidad como controles del tamaño y de la composición del consejo en las estimaciones realizadas.

**TABLA 2.** Estadística descriptiva de las variables.

	OBS.	MEDIA	MEDIANA	DESV. ESTÁNDAR	MÁX.	MÍN.
TAMC .....	445	11,6778	12,0000	3,7137	26	3
EXTP .....	408	0,7087	0,7500	0,1974	1	0
INTP .....	408	0,2831	0,2426	0,1959	1	0
FORP .....	285	0,0954	0,0000	0,1417	0,8182	0
LONG .....	408	3,4037	3,0000	2,2638	12,65	1

	OBS.	MEDIA	MEDIANA	DESV. ESTÁNDAR	MÁX.	MÍN.
AAGE .....	322	56,39	57,6333	8,7670	74	28
COMYEA .....	437	6,60	6,0000	3,1827	19	0
REMCOD (\$) .....	422	40.465	32.884	43.748	511.861	2.859
COMN .....	237	2,9705	3,0000	1,8672	10	0
PBV .....	450	3,3346	2,2945	3,5861	28,7361	0,1053
ROE .....	450	0,1232	0,1227	0,2536	1,3153	-4,2034
ROA .....	445	0,0575	0,0469	0,0788	0,8207	-0,4265
DLPAT .....	450	0,2101	0,1877	0,1421	0,9206	0,0000
ATD (mill. \$) .....	450	11.587	4.051,28	25.000	272.402	4,85
SALES (mill. \$) .....	445	12.771	3.226,08	27.386	269.036	2,13
MKT (mill. \$) .....	450	9.952	3.567,51	18.116	158.015	1,84
EMPL .....	414	40.802	17.400,50	65.409	647.000	5,50

Se dispone también de información sobre la remuneración total que perciben los miembros del consejo por varios conceptos (dietas, compensaciones, etc.). Para evitar las diferencias de escala de tamaño del consejo, se construye una variable que mide la remuneración por consejero (REMCOD) en dólares, resultado de dividir la remuneración total entre el número de consejeros. La tabla 2 nos informa de que la remuneración media por consejero asciende a 40.465 dólares considerando únicamente la información específica a los conceptos retributivos de los consejeros. No se incluyen, por tanto, planes específicos de remuneración variable como opciones sobre acciones, bonos, etc. La información disponible sobre esta cuestión está limitada a unos países y es disímil en cuanto al desglose de la misma. Así, la mayor parte de las empresas estadounidenses y canadienses disponen de sistemas retributivos ligados al valor de la empresa -además de dietas por asistencia- que se fundamentan en la creencia cada vez más generalizada de que la remuneración debe estar vinculada al resultado de la empresa. En el resto de países no es frecuente la remuneración ligada al valor de las acciones e incluso en algún país ha sido desaconsejada por suponer un freno a la independencia (informe Cadbury en Gran Bretaña aunque luego esa inconveniencia fue relativizada por la Comisión Hampel) o, incluso, prohibida por la ley (caso de Francia). Otras prácticas habituales de remuneración tienden a vincular los pagos a los consejeros en función de los dividendos repartidos por las empresas como, por ejemplo, el caso alemán.

Finalmente, y con respecto de la estructura de funcionamiento de los consejos a través de comités, se dispone del número de comités creados por cada consejo de administración (COMN) y, sólo para determinados países, se dispone del tipo concreto de comité establecido (auditoría, remuneración, nombramientos, finanzas, estrategia y otros). La información disponible sobre la estructura de comités del consejo reduce significativamente el conjunto muestral a 237 observaciones correspondientes a las empresas de Francia, España, Holanda, Reino Unido y Estados Unidos. En la tabla 3 se aprecia el uso intensivo de comités por parte de las empresas del sistema corporativo anglosajón (especialmente las estadounidenses) y la preponderancia de los comités de auditoría y remuneración en las empresas de la muestra. Las funciones que desarrollan estos comités están vinculadas a la supervisión del equipo directivo y suelen estar compuestas mayoritariamente por externos, frente a las funciones de los comités de finanzas y estrategia -claramente ejecutivas- en los que los internos

suelen tener más presencia. La articulación del funcionamiento del consejo en comités es una recomendación que forma parte de casi todos los informes de gobierno corporativo y es considerada como una de las soluciones prácticas al problema de consejos sobredimensionados, rígidos y con poca capacidad operativa (KLEIN, 1998). El ejemplo del funcionamiento de los consejos de administración americanos, los primeros que empezaron a desarrollar el trabajo en comités, parece extenderse a las empresas europeas.

Como variables de control se utilizan el tamaño de la empresa, medido por el activo total (ATD), el volumen de ventas (SALES) y la capitalización de mercado (MKT), el nivel de endeudamiento (DLPAT) medido por el cociente entre la deuda a largo plazo y el activo total, el número de empleados (EMPL), la adscripción sectorial de las empresas a través de variables *dummy*, y la pertenencia de la empresa a un país a través también de variables *dummy*.

Por último, las diferencias institucionales derivadas del sistema corporativo en el que operan las empresas nos llevó a crear una variable *dummy* (ANGLO) que toma valor 1 para las empresas canadienses, americanas y británicas y 0 para el resto. Además de reflejar estas diferencias, esta variable quiere dar entrada especialmente a las diferencias en la estructura de propiedad corporativa de las empresas de los dos sistemas. Ciertamente, y como revelan una buena parte de trabajos empíricos, una variable que recogiera la participación de los consejeros en el capital de la empresa o la existencia de inversores institucionales hubiera sido muy conveniente por cuanto es indicativa de los incentivos de los consejeros a desarrollar la labor de supervisión y control y proporciona un índice del grado de independencia del consejo. Desgraciadamente carecemos de dicha información así como de otras variables de control como el gasto en I+D o el nivel de diversificación.

**TABLA 3.** Estructura de comités de las empresas de la muestra.

En la tabla se proporciona el número medio de comités de las empresas de distintos países (número de comités) así como el porcentaje de empresas que cuentan con comité de remuneración, auditoría, finanzas, nombramientos, estrategia y otros. Se incluye el tamaño medio de las empresas para cada país. Los datos para Canadá, Italia, Bélgica y Alemania son valores medios tomados de Pic (1997); no se disponen de datos individuales para su cálculo.

	ESPAÑA	FRANCIA	REINO UNIDO	HOLANDA	EE.UU.	CANADÁ	ITALIA	BÉLGICA	ALEMANIA
OBS.	25	42	66	19	80				
% E con comités .....	57%	77%	100%	54%	100%	100%	40%	65%	93%
N.º de comités .....	1,2000	1,4286	2,5758	1,8421	4,8360	4,0	1,1	2,1	2,0
Remuneración .....	28,00%	68,57%	100,00%	73,68%					
Auditoría .....	28,00%	57,14%	100,00%	63,16%					
Finanzas .....	4,00%	17,65%	0,00%	0,00%					
Nombramientos.....	0,00%	26,47%	57,58%	10,53%					
Estrategia .....	0,00%	14,71%	0,00%	36,84%					
Otros .....	12,50%	8,82%	0,00%	5,26%					
Tam. medio (mill. \$)	915	11.886	11.268	12.809	23.905				

Las diferencias entre los sistemas corporativos anglosajón y europeo-continental, simplificadas en la variable ANGLO, pueden ser constatadas cuando dividimos a las empresas de la muestra en dos grupos. La tabla 4 contiene los valores medios de las variables utilizadas en el análisis para cada uno de los grupos y el valor-p correspondiente a la prueba de diferencia de medias. De la observación de los valores medios se percibe, en primer lugar, el mayor tamaño de los consejos de administración de las empresas anglosajonas lo que está muy ligado al mayor tamaño de las empresas, independientemente de la magnitud que se utilice para medirlo. La mayor dimensión del consejo se complementa con una menor duración de los consejeros en el cargo, mayor edad y una actividad más intensa cuando es medida tanto por el número de reuniones anuales como por el número medio de comités creados para hacer operativas las funciones del consejo.

**TABLA 4.** Estadística descriptiva en función del sistema corporativo.

	ANGLO	CONTINENTAL	GENERAL
TAMC .....	12,3911	10,9644 0,0000	11,6778
EXTP .....	0,6798	0,7443 0,0011	0,7087
INTP .....	0,3202	0,2375 0,0000	0,2831
FORP .....	0,0963	0,0952 0,9519	0,0954
LONG .....	2,5022	4,5120 0,0000	3,4037
AAGE .....	57,8115	55,2065 0,0050	56,3877
COMYEA .....	7,6451	5,5000 0,0000	6,5995
REMCOD (\$) .....	36.847	44.481 0,0869	40.465
COMN .....	3,9041	1,4725 0,0000	2,9705
PBV .....	3,6192	3,0500 0,0924	3,3346
ROE .....	0,1416	0,1048 0,1236	0,1232
ROA .....	0,0688	0,0460 0,0021	0,0575
DLPAT .....	0,2677	0,1524 0,0000	0,2101
ATD (mill. \$) .....	15.456	7.718 0,0010	11.587
SALES (mill. \$) .....	19.872	5.670 0,0000	12.771
MKTD (mill. \$) .....	13.084	6.778 0,0002	9.952
EMPL .....	50.317	32.330 0,0058	40.802

Sin duda, estos valores son indicativos de una mayor efectividad potencial de los consejos de administración en su actividad de control y supervisión. Los indicadores de rentabilidad, contable y de mercado, significativamente mayores para las empresas anglosajonas, dan soporte a esta interpretación. Además, esta mayor actividad bien pudiera manifestarse en unos niveles retributivos por consejero superiores, pero la prueba de medias nos indica lo contrario, aunque la explicación puede encontrarse en que esta variable no tiene en cuenta los sistemas retributivos vinculados al valor de la empresa empleados en la generalidad de las empresas del sistema anglosajón. Por último, resulta sorprendente el mayor porcentaje de externos de las empresas europeas -indicativo de mayor independencia- frente a las anglosajonas, aunque si dispusiéramos de información detallada sobre las características de los externos -afiliados, grises, etc.- y su participación en la propiedad de la empresa, podríamos determinar con mayor precisión la independencia real de los consejos.

#### 4. Especificaciones empíricas.

Una vez definidas las variables que integran nuestra base de datos, se hace preciso realizar algunos comentarios sobre la especificación del modelo que será objeto de contraste a la luz del objetivo del trabajo. Como ya se dijo, tratamos de valorar la eficiencia con la que el consejo supervisa la actuación de los directivos y los factores que sobre este hecho pudieran influir. Tal y como se expuso en el segundo epígrafe, son varios los aspectos que, *a priori*, podrían intervenir en tal tarea, lo que nos lleva a realizar una pluralidad de estimaciones. En cualquier caso, el procedimiento de operación resulta siempre muy semejante, de modo que partiremos del planteamiento más sencillo del modelo a contrastar al que se le irán añadiendo variables o en el que se irán sustituyendo unas variables por otras a fin de medir los diversos aspectos en juego: composición del consejo, tamaño, efectividad de su control y estructura de comités.

El método elegido ha sido el análisis de regresión, lo que implica identificar una o varias variables dependientes que trataremos de explicar a partir de otras variables. Por lo que se refiere a la variable dependiente, dado que queremos medir la eficiencia del consejo en el sentido de búsqueda de creación de valor para los propietarios de la empresa, se ha elegido la ratio de valoración anteriormente explicada. Esta ratio se ha hecho depender, en primera instancia, del tamaño del consejo, bajo la hipótesis de que un mayor tamaño complica las relaciones entre los miembros del consejo y puede incidir negativamente sobre el valor de la empresa.

Junto a esa variable, es necesario añadir un conjunto de variables de control que engloben los distintos aspectos de la empresa que se reflejan en la ratio de valoración. Entre estas variables de control se han seleccionado las siguientes:

1. El nivel de endeudamiento medido mediante DLPAT, suponiéndose que mayores niveles de apalancamiento deberían ir acompañados de una mayor disciplina directiva con su consiguiente efecto positivo sobre el precio de los capitales propios.

2. La rentabilidad medida rentabilidad de los activos empresariales (ROA), suponiéndose una relación positiva entre rentabilidad y valoración de los capitales propios.
3. La variable ANGLO el tipo de sistema corporativo al que se adscribe el país al que pertenece la empresa, pues ya se han explicado las distintas características de ambos modelos de organización financiera, y
4. El tamaño de la empresa, sin que inicialmente quepa aventurar intuitivamente una relación determinada entre ambos aspectos.

El tamaño de la empresa se medirá alternativamente mediante ATD, SALES y MKTD, todas ellas en forma logarítmica.

Este planteamiento básico es paulatinamente complementado mediante la inclusión de variables adicionales, ya sea individualmente, ya sea mediante su inclusión conjunta. Así, en un primer paso se incluye la composición del consejo, medida mediante la proporción de miembros externos. Las siguientes incorporaciones que se efectúan se referirán a la efectividad de la supervisión del consejo, en términos de número de reuniones por año (COMYEA) y a la remuneración de los directivos (REMCOD) a fin de valorar la eficiencia de los incentivos otorgados.

En cuanto a la metodología econométrica a emplear, una primera forma de abordar el problema consiste en un análisis de mínimos cuadrados ordinarios, en el que subyacería la idea de que son precisamente esas variables del lado derecho de la igualdad las que afectan a la creación de valor. Esta idea, frecuentemente documentada en la literatura, ha sido tenida en cuenta por nosotros de modo que una parte considerable de nuestras estimaciones han sido realizadas mediante este procedimiento.

No obstante, también es cierto que la formulación de un modelo uniecuacional no escapa al problema de endogeneidad que se ha observado en algunas ocasiones en los modelos, pues la causalidad puede discurrir en sentido inverso, en el sentido de que algunos rasgos del consejo pueden responder, entre otros factores, a la valoración de la empresa. Ésta es la razón que nos ha movido a estimar alternativamente un modelo de dos ecuaciones simultáneas en el que una ecuación sería la anteriormente descrita y otra trataría de explicar el tamaño del consejo a partir de la proporción de externos, el tamaño de la empresa (ATD), la ratio de valoración y la variable *dummy* que expresa el tipo de sistema financiero. A fin de ganar en eficiencia de los estimadores y evitar sesgos, se decidió realizar la estimación del conjunto del sistema de ecuaciones a través de variables instrumentales, estimador que también es conocido como método de mínimos cuadrados en tres etapas.

En este caso, cuando se admite la posibilidad de endogeneidad en el tamaño del consejo, la elección de variables que actúen como instrumento resulta clave. Una de las soluciones más apropiadas consistiría en utilizar valores retardados de las propias variables. Sin embargo, en nuestro caso eso no es posible por la dimensión unitemporal de la muestra, de modo que se han utilizado como instrumentos aquellas variables predeterminadas sobre las que no se plantea duda de su exogeneidad y variables *dummies* sectoriales. En general los resultados del análisis son robustos, de modo que el modo de estimación no afecta en profundidad a lo valores obtenidos.

## VII. RESULTADOS

Los resultados del análisis explicativo se encuentran recogidos en las tablas 5 y 6. En primer lugar, hemos estimado una regresión en la que la variable PBV se hizo depender de diversas variables relacionadas con las hipótesis que deseamos contrastar: TAMC, ROA, ANGLO DLPAT Y ATD. Como se dijo, la estimación de la ecuación se hizo por dos procedimientos distintos, a fin de tratar adecuadamente la posible endogeneidad del consejo: el procedimiento de mínimos cuadrados ordinarios (tabla 5) y mediante la estimación conjunta de un sistema de ecuaciones (tabla 6).

**TABLA 5.** Valor de la empresa y consejo de directores.

Resultados de la estimación por mínimos cuadrados ordinarios (entre paréntesis se presenta el estadístico t). La variable dependiente es siempre PBV. Todas las estimaciones incluyen variables *dummy* sectoriales. La columna B incorpora asimismo variables *dummy* por países.

Dep.: PBV	(A) Coef. t-Stud.	(B) Coef. t-Stud.	(C) Coef. t-Stud.	(D) Coef. t-Stud.	(E) Coef. t-Stud.	(F) Coef. t-Stud.
C .....	-4.5485 ** -2.047	-0.6316 -0.228	-3.3643 -1.439	-4.5680 ** -1.954	-4.3972 * -1.795	-4.2568 * -1.686
TAMC (log)	-1.48127 *** -2.847	-1.3464 ** -2.500	-1.4359 ** -2.400	-1.6386 *** -2.198	-1.4082 ** -2.472	-1.4667 ** -2.280
EXTP .....			-0.7454 -0.870			-0.8715 -0.954
COMYEA ...				.1134 ** 1.999		.0609 1.024
REMCOD ...					0.00005 1.478	.749E-5 * 1.611
ROA .....	11.2029 *** 5.220	9.7635 *** 4.475	10.3856 *** 4.882			9.7054 *** 4.326
ANGLO .....	0.0598 0.155	0.5933 0.430	.1176 -2857	.1851 .4550	0.4998 1.212	.04496 .100
DLPAT .....	0.4377 0.331	0.7372 1.217	-0.0253 -0.018	-1.3410 -0.993	-1.1114 -0.804	-0.3005 -0.208
SALES (log)	0.4887 *** 4.69	0.3129 *** 2.434	.4640 *** 4.268	.5136 *** 4.683	0.4952 *** 4.3496	.4902 *** 4.252
Obs. ....	445	445	404	433	422	378
R <sup>2</sup> .....	0.1918	0.2218	.1778	.1510	.1413	.1892
R <sup>2</sup> -Aj .....	0.1616	0.1832	.1416	.1183	.1070	.1462
F-Ratio .....	6.3516	5.742	4.9113	4.6247	4.117	4.400

(\*\*\*) significativo al 99%; (\*\*) significativo al 95%; (\*) significativo al 90%.

En el caso de la estimación del sistema de ecuaciones, la tabla 6 incluye los resultados del test de la razón de verosimilitud, pues siempre cabe la posibilidad de una especificación arbitraria del modelo propuesto. Con el fin de detectar un posible error en su formulación se procedió a calcular un test que, de manera objetiva, garantizara la validez del conjunto de ecuaciones. Como puede observarse, los valores del test de la razón de verosimilitud se sitúan en casi todos los casos en unos niveles suficientemente altos como para admitir la validez de la especificación del sistema de ecuaciones tal como nosotros hemos sugerido.

**TABLA 6.** Valor de la empresa y consejo de directores.

Resultados de la estimación del sistema de ecuaciones mediante el procedimiento de mínimos cuadrados en tres etapas (entre paréntesis se presenta el estadístico t). La variable dependiente es PBV en la primera ecuación y el tamaño del consejo en la segunda. Como instrumentos se emplearon las variables *dummy* sectoriales, el tamaño de la empresa, la ratio de endeudamiento y la variable ANGLO. El test de la razón de la razón de verosimilitud se distribuye siguiendo una distribución  $\chi^2$ .

Dep.: PBV	(A) Coef. t-Stud.	(B) Coef. t-Stud.	(C) Coef. t-Stud.	(D) Coef. t-Stud.	(E) Coef. t-Stud.	(F) Coef. t-Stud.
TAMC (log.)	-7.4392 ** -3.994 *	-9.5867 ** -4.150 *	-4.6178 ** -2.830 *	-7.1652 ** -4.365 *	-6.9321 ** -3.502 *	-7.6426 ** -2.676 *
EXTP .....		6.3564 1.572				.09643 .019
COMYEA ..			-0.0648 -0.281		-0.2109 -0.622	-0.4303 -0.980
REMCOD ...				.00004 1.245	.6256E-4 1.272	.6005E-4 1.035
ROA .....	0.0870 1.101	0.0920 0.751				.13421 .975
ANGLO .....	0.1402 0.252	1.7540 0.899	.7253 1.241	.7092 1.414	1.2534 1.275	1.0410 .870
DLPAT .....	-0.3014 -0.156	0.9353 0.300	-1.8555 -1.261	-1.5116 -1.040	-0.9793 -0.488	1.5226 .473
SALES (log.)	0.9128 ** 4.784 *	0.9237 ** 3.309 *	.64115 ** 3.995 *	.8337 ** 5.243 *	.8117 ** 4.276 *	.9041 ** 3.575 *
Obs. ....	404	404	401	378	378	378
R <sup>2</sup> .....	0.0737	.0242	.0474	.06121	.050689	.0700

(\*\*\*) significativo al 99%; (\*\*) significativo al 95%; (\*) significativo al 90%.

Dep.: TAMC	(A) Coef. t-Stud.	(B) Coef. t-Stud.	(C) Coef. t-Stud.	(D) Coef. t-Stud.	(E) Coef. t-Stud.	(F) Coef. t-Stud.
C .....	0.3394 1.315	.87510 ** 2.980 *	.93594 ** 3.153 *	.9359 ** 3.153 *	.9751 ** 3.188 *	.9929 ** 3.193 *
EXTP .....	0.1185 0.483	.07900 .258	.02117 .070	.02117 .070	.0606 .190	.0938 .287
ATD (log.) ..	0.1050 ** 9.156 *	.07575 ** 7.82 *	.07518 ** 7.757 *	.07518 ** 7.757 *	.07241 ** 7.141 *	.0693 ** 6.627 *
ANGLO .....	-0.0099 -0.277	.03904 1.125	.03582 1.035	.03582 1.035	.02441 .696	.02453 .694
PBV.....	-0.0771 ** -5.771 *	-0.0485 ** -2.994 *	-0.0501 ** -3.063 *	-0.0501 ** -3.063 *	-0.0475 ** -2.801 *	-0.0400 ** -2.270
R <sup>2</sup> .....	0.0909	.090081	.087645	.070479	.0800	.088403
Test razón de verosimilitud	6.918 *	7.482 *	7.865 **	8.043 **	8.241	8.693

(\*\*\*) significativo al 99%; (\*\*) significativo al 95%; (\*) significativo al 90%.

El resultado más notable que se observa, correspondiente a la principal de las hipótesis sugeridas, es el negativo efecto que posee el tamaño del consejo sobre el valor de la empresa. Es ésta una cuestión que ya había quedado apuntada en el análisis descriptivo preliminar, demostrada previamente por algunos autores y que ahora se ve confirmada. Se trata de un resultado que aparece en todas las estimaciones realizadas, significativa con un nivel de confianza muy alto y no dependiente de la especificación del modelo o del procedimiento de estimación del mismo. Así se observa en la columna A de ambas tablas, habiéndose de subrayar la negativa relación que entre TAMC y PBV se establece en las dos ecuaciones que integran el sistema de ecuaciones.

La interpretación de este resultado nos lleva a remontarnos al debate acerca de la influencia del tamaño del consejo y se sitúa en la línea de notables aportaciones (YERMACK, 1996; EISENBERG *et al.*, 1998), mostrando los inconvenientes que, en términos de coordinación, comunicación o flexibilidad, conlleva la ampliación del consejo para la gestión del valor. Parece, por tanto, que los efectos beneficiosos de la existencia de un mayor número de consejeros -posibilidad de una supervisión más exhaustiva de los directivos- se ven compensados por esos efectos negativos. Asimismo, la convexidad que implica la formulación logarítmica sugiere que el efecto negativo del tamaño sobre el valor disminuye a medida que aumenta el tamaño del consejo, por lo que cabe pensar que las compañías más afectadas serán las pequeñas empresas y medianas y, de alguna forma, supone igualmente una confirmación de las impresiones obtenidas en el análisis descriptivo y recogidas en la figura 1 donde se observaba una relación decreciente y convexa entre valor de la empresa y tamaño del consejo. A modo de ejemplo, *ceteris paribus*, si el tamaño del consejo aumentara desde el valor medio de la muestra (11'67 consejeros) hasta 14 consejeros, es decir, un incremento del 19'88%, la pérdida en el ratio de valoración sería de 7'37%, mientras que, si el incremento se extendiera hasta los 16 consejeros (incremento del 37'01%), la caída de la ratio de valoración sólo se elevaría hasta el 12'81%.

Ese resultado, quizás el que se desprende con más claridad del análisis, se ve complementado con otras evidencias empíricas procedentes de las variables de control. La rentabilidad de los activos exhibe una marcada influencia positiva sobre el valor, si bien este aspecto sólo se pone de manifiesto en la estimación uniecuacional, pues su estimación en el seno del sistema de ecuaciones no mostró indicios de significación. Por su parte, el nivel de endeudamiento, una variable que tradicionalmente mide el grado de disciplina del equipo directivo, no posee ninguna relevancia y el efecto país, medido a través de la variable *ANGLO* tampoco tiene efectos significativos. Sin embargo, a pesar de que estas últimas variables no arrojan una significación digna de reseñar, es muy conveniente mantenerlas como regresores, pues su eliminación podría originar un sesgo de omisión. De hecho, los análisis practicados en los que se hicieron desaparecer dichas variables -no recogidos en el presente trabajo- sufrieron muy considerables distorsiones en los resultados y no mostraron estabilidad alguna ante formulaciones alternativas del modelo.

En este comentario del análisis explicativo inicial merece mención especial el papel del tamaño de la empresa. El resultado de nuestra estimación, al igual que las de otros señalados autores, muestra de manera bastante contundente la innegable influencia positiva del tamaño sobre el valor de la empresa. El tamaño del consejo, el tamaño de la empresa y su valor pueden estar correlacionados de muy diversas formas, por lo que resulta importante formular especificaciones alternativas del tamaño a fin de contrastar la robustez del análisis. Esta influencia se revela muy robusta ante distintas especificaciones del tamaño (*ATD*, *SALESD*, *MKTD*) y siempre está presente en todas las estimaciones realizadas, independientemente de los demás regresores utilizados. Sin embargo, la influencia del tamaño de la empresa no se limita al valor de la empresa, puesto que, al mismo tiempo, y como parece lógico, este tamaño influye positiva y muy significativamente en la determinación del número de miembros que han de formar el consejo (tabla 6). También este resultado parece avalar lo ya obtenido por otros autores (*YERMACK*, 1996; *EISENBERG et al.*, 1998), que encuentran que la utilización del tamaño de la empresa como variable de control ha de conducir a estimaciones positivas de su coeficiente.

Con el objeto de contrastar la segunda de las hipótesis formuladas, la relativa a la posible influencia positiva del grado de independencia del consejo sobre el valor de la empresa, hemos introducido la variable *EXTP* en las regresiones explicativas. Los resultados expuestos apenas se ven modificados y se continúa observando una alta significación del tamaño del consejo (con signo negativo), de la rentabilidad de los activos y del tamaño de la empresa (estas dos últimas con signo positivo). De hecho, la inclusión de esa variable, tanto en el modelo uniecuacional como en el multiecuacional, además de estar desprovista de significación, disminuye la significación ajustada del modelo, por lo que no es arriesgado poner en duda la influencia de la independencia del consejo sobre el valor de la empresa.

Nuevamente nuestros resultados vienen a sumarse a la evidencia empírica disponible que pone en duda la conveniencia de incluir en exceso miembros externos en el consejo (*HERMALIN* y *WEISBACH*, 1991; *BHAGAT* y *BLACK*, 1998), destacando la función de asesoramiento y conocimiento experto de los consejeros, en contra de otras opiniones más proclives a la incorporación de directores externos como modo de control independiente de los directivos.

El conjunto de variables explicativas se vio posteriormente ampliado con la variable COMYEA, un indicador del grado de actividad del consejo que fue introducida en sustitución de ROA. La regresión uniecuacional le atribuye una considerable influencia positiva, dando a entender el efecto significativo que, sobre el valor de la empresa, tiene una supervisión más detallada, manteniéndose igualmente en ese caso la significación del tamaño del consejo y de la empresa. Ahora bien, ese valor presenta escasa robustez pues, si el modelo se amplía para contener el efecto conjunto de EXTP y REMCOD, la variable COMYEA pierde significación, lo mismo que sucede en el modelo multiecuacional. Eso nos lleva a pensar que el influjo de la intensidad de la actividad supervisora no responde a la importancia en sí del número de reuniones, sino que se debe tal vez al hecho de guardar estrecha relación con otro tipo de variables omitidas inicialmente en el análisis. La variable REMCOD, un indicador de los incentivos otorgados a los consejeros para que actúen en beneficio de los accionistas, mostró escasa significación y apenas aporta poder explicativo al modelo.

En relación con las hipótesis planteadas inicialmente, este último grupo de resultados parece indicar que aquellos elementos que deberían caracterizar la actuación eficiente de los consejeros (remuneración y frecuencia de reuniones) no desempeñan tal papel, desmintiendo el planteamiento de la tercera hipótesis.

Las estimaciones anteriores se complementaron añadiendo ciertos datos sobre la estructura de comités del consejo. Se analizó el eventual efecto que pueden tener aspectos tales como la propia existencia de comités, el tipo de comité existente (remuneración, auditoría, etc.) y la composición de los mismos en términos de miembros internos y externos. La evidencia obtenida, de forma bastante repetida, no asignó ningún papel relevante a tales comités, mientras que el resto de las variables mantuvieron básicamente el valor aquí presentado. Este hecho ha de entenderse en los mismos términos que antes, como indicador de que el valor de la empresa apenas se ve afectado por la actuación e incentivos de los directivos y sugiere la conveniencia de introducir otro tipo de incentivos de los consejeros que no hemos considerado en nuestro trabajo por falta de datos, como pueden ser la reputación o la propiedad de que disponen los consejeros y cuya repercusión ha sido probada en la literatura.

Para resumir, podemos afirmar que nuestros resultados se hallan de acuerdo, básicamente, con los descubrimientos más frecuentes de los autores, pues se observa un innegable influjo del tamaño del consejo en la determinación del valor de la compañía y una asociación positiva entre el valor de la empresa con el tamaño que suele acompañar a estas relaciones. Estos descubrimientos, coincidentes con la evidencia empírica existente, parecen suficientemente robustos ante distintas medidas del valor de la empresa, ante la combinación de diferentes variables explicativas o ante el empleo de diversos métodos econométricos de estimación.

## VIII. SUMARIO Y CONCLUSIONES

La importancia que en la moderna empresa ha adquirido el capital humano y la necesidad de motivar a los empleados para que realicen inversiones específicas o idiosincrásicas, han hecho de la complementariedad y el acceso a los recursos críticos de las empresas dos mecanismos nuevos para la asignación de poder dentro de la empresa.

Ambos mecanismos traslucen los cambios introducidos en la naturaleza misma de la empresa por las fuerzas desencadenantes de la tercera revolución industrial: nuevas tecnologías y cambios en la organización industrial y la estructura organizativa. En este emergente escenario, la nueva empresa se vislumbra como una combinación de activos y personas mutuamente especializados tejida sobre una red de inversiones específicas.

Tales transformaciones están requiriendo, a su vez, un replanteamiento de los objetivos y métodos de gobierno de la empresa. La maximización de la riqueza de los accionistas no conduce necesariamente a la maximización del valor de la empresa, y tampoco el problema de gobierno se limita a la separación entre financiación y dirección.

El gobierno de la nueva empresa requiere el diseño de mecanismos eficientes de control y retención del capital humano. De hecho, el activo crucial de la empresa no es hoy el capital financiero sino el capital humano. Como se ha dicho, los empleados no invierten en la empresa una fracción de su cartera, invierten su vida. Consiguientemente, los empleados necesitan sentirse motivados o -utilizando el término acuñado en la literatura gerencialista- *responsabilizados (empowered)* de las tareas que les hayan sido asignadas. Pero también la empresa ha de asegurarse de que retiene poder suficiente para gobernar esas nuevas relaciones basadas en la delegación de poder y en la responsabilidad.

El debate académico y empresarial sobre la eficiencia de los mecanismos de gobierno corporativo se sigue centrando, sin embargo, en la estructura y funcionamiento de los consejos de administración de las empresas. La literatura reciente hace depender la efectividad de los consejos de tres cuestiones principales: el tamaño, la composición y su operativa interna. Los resultados obtenidos en estas investigaciones, principalmente ceñidas al caso anglosajón, destacan el efecto negativo del tamaño del consejo sobre el valor de la empresa, la indeterminación del efecto de la independencia del consejo sobre el valor y la existencia de una relación endógena entre el tamaño y composición del consejo y los resultados de las empresas.

Nuestro trabajo ha intentado encontrar evidencia empírica adicional al respecto, analizando el efecto que el tamaño, la composición y modo de funcionamiento de los consejos de administración tienen sobre el valor de la empresa. Para ello, hemos analizado una muestra de 450 grandes empresas no financieras pertenecientes a diez países desarrollados, tres adscritos al sistema corporativo anglosajón (Canadá, EE.UU. y Reino Unido) y siete al sistema corporativo europeo-continental (Alemania, Bélgica, España, Francia, Holanda, Italia y Suiza). La disponibilidad de datos para empresas de varios países nos ha permitido expandir el análisis de los consejos de administración más allá del caso anglosajón, al que se refieren la mayor parte de las investigaciones efectuadas con anterioridad. Además, hemos analizado los problemas de endogeneidad del tamaño del consejo de administración, sirviéndonos de una metodología econométrica que combina el análisis de regresión uniecuacional por mínimos cuadrados ordinarios (OLS) con el análisis de ecuaciones simultáneas según el procedimiento de estimación en tres etapas con el empleo de instrumentos.

El principal resultado obtenido en el trabajo revela el efecto negativo del tamaño del consejo de administración sobre el valor de la empresa, que se mantiene cuando se controla mediante distintas medidas del tamaño de la empresa, la composición del consejo, la operativa interna, el efecto país

y el efecto sectorial, y ello para ambos tipos de estimaciones. Los problemas de coordinación, comunicación y flexibilidad parecen pesar más que los presumibles beneficios derivados de una más intensa supervisión por parte de los consejos más numerosos. Además, la convexidad que caracteriza a una formulación logarítmica sugiere que el efecto negativo del tamaño sobre el valor disminuye a medida que aumenta el tamaño del consejo, por lo que cabe pensar que las empresas más afectadas son las pequeñas y medianas. Este resultado confirma, para una muestra de empresas de ámbito internacional, el obtenido por YERMACK (1996) y encuentra respaldo en otros trabajos más recientes.

La relación entre tamaño del consejo y valor no es ajena al tamaño de la empresa, como se pone de relieve al estimar ecuaciones simultáneas. Los resultados obtenidos muestran que el tamaño de la empresa no sólo influye positivamente en el valor sino que también se relaciona positivamente con el tamaño del consejo. El signo de la relación se mantiene en todas las estimaciones realizadas, independientemente de los regresores utilizados, y arroja luz sobre la relación entre estas variables.

Con respecto a la segunda hipótesis de la investigación, no se encuentra una relación robusta entre el porcentaje de consejeros externos (una *proxy* de independencia) y el valor de la empresa. Este resultado se suma a los casos de indeterminación detectados en la literatura cuando se investiga el efecto que la presencia de consejeros independientes tiene sobre el valor. Las conclusiones de anteriores trabajos sugerían a este respecto la conveniencia de contar con consejos de administración equilibrados en los que la experiencia y capacidades directivas de los internos se viesan complementadas con la independencia de los externos. No obstante, debe reconocerse que sería necesario mejorar en la identificación de los consejeros, así como incorporar cuestiones de rotación, con el fin de obtener resultados más concluyentes sobre el efecto de la independencia y composición del consejo sobre el valor.

Tampoco se encontró evidencia empírica del efecto positivo de determinadas pautas de actuación de los consejos -número de reuniones por año, remuneración y comités- sobre el valor de la empresa. El hecho de que el valor no se vea modificado por estas variables que miden la actuación e incentivos de los directores nos conduce a sugerir la conveniencia de introducir otro tipo de incentivos que ni siquiera hemos podido considerar por falta de información, como pueden ser la reputación o la propiedad de los directores, cuya repercusión ha sido contrastada empíricamente en la literatura financiera.

Por último, y en una vertiente descriptiva, no podemos olvidar las diferencias encontradas en el modo en que las empresas del sistema corporativo anglosajón articulan la actividad y funcionamiento del consejo de administración con respecto a las empresas del sistema europeo-continental. Aunque las diferencias no afectan a los principales resultados en el trabajo, debieran ser tenidas en cuenta en la medida en que se cualifique la información. Precisamente, ésta es una de las principales cuestiones a abordar en el futuro. En la medida en que se disponga de variables que describan más adecuadamente la actividad de los consejos de administración y de series de datos, mejor será nuestro conocimiento sobre la efectividad de este mecanismo clave para el buen gobierno de la empresa.

**BIBLIOGRAFÍA**

- ALCHIAN, A.A. y DEMSETZ, H. (1972): «Production, informations costs, and economic organization», *American Economic Review*, 62, págs. 777-795.
- BAKER, G. JENSEN, M.C. y MURPHY, K. (1988): «Compensation and incentives: practice vs. theory», *Journal of Finance*, 43:3, págs. 593-616.
- BARNHART, S. W.; MARR, M. W. y ROSENSTEIN, S. (1994): «Firm performance and board composition: some new evidence», *Managerial and Decision Economics*, 15, págs. 329-340.
- BAUMOL, W. (1959): *Business behavior, value and growth*, McMillan, Nueva York.
- BAYSINGER, R. D. y BUTLER, H. N. (1985): «Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition», *Journal of Law, Economics and Organization*, 1, págs. 101-124.
- BAYSINGER, R. D. y HOSKISSON, R. E. (1990): «The composition of boards of directors and strategic control», *Academy of Management Review*, 15, págs. 72-87.
- BERGLÖF, E. (1990): *Corporate control and capital structure. Essays on property rights and financial contracts*, Institute of International Business, Estocolmo.
- BERGLÖF, E. (1997): «Reforming corporate governance: Redirecting the European agenda», *Economic Policy*, 24, págs. 93-123.
- BERLE, A.A. y MEANS, G.C. (1932): *The modern corporation and private property*, Macmillan, Nueva York.
- BHAGAT, S. y BLACK, B. (1998): «Board independence and long-term performance», *Working paper*, Graduate School of Business, University of Colorado.
- BLAIR, M. y STOUT, L. (1998): «A team production theory of corporate law», en *Corporate Governance Today*, Sloan project of corporate governance at Columbia Law School, Nueva York.
- BRICKLEY, J.A. y JAMES, C. M. (1987): «The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: the case of banking», *Journal of Law & Economics*, 30, págs. 161-180.
- BRICKLEY, J.A.; COLES, J. L. y TERRY, R. L. (1994): «Outside directors and the adoption of poison pills», *Journal of Financial Economics*, 35, págs. 371-390.
- BUENO, E. (1999): «Consejo de administración y gestión del conocimiento». *Monográfico X Congreso AECA*, págs. 18-20.
- CHANDLER, A. (1977): *The visible hand*. Bellknap Press, Cambridge.
- DALTON, D. R.; DAILY, C. M. ELLSTRAND, A. E. y JONHSON, J.L. (1998): «Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance», *Strategic Management Journal*, 19, págs. 269-290.
- DENIS, D. J. y SARIN, A. (1998): «Ownership and board structures in publicly traded corporations». *Working paper*, Krannert Graduate School of Management, Purdue University.
- EISENBERG, T.; SUNDGREN, S. y WELLS, M. T. (1998): «Larger board size and decreasing firm value in small firms», *Journal of Financial Economics*, 48, págs. 35-54.
- EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE NETWORK (1997): «The separation of ownership and control: A survey of 7 European Countries», *Preliminary report to the European Commission*, vols. 1-4, Bruselas.
- FAMA, E. F. y FRENCH, K. R. (1992): «The cross-section of expected returns», *Journal of Finance*, 47, págs. 427-465.
- FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. (1983a): «Separation of ownership and control», *Journal of Law and Economics*, 26:2, págs. 301-325.

- FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. (1983b): «Agency problems and residual claims», *Journal of Law and Economics*, 26:2, págs. 327-349.
- FERNÁNDEZ Álvarez, A.I.; GÓMEZ ANSÓN, S. y FERNÁNDEZ Méndez, C. (1998): «El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español», *Investigaciones Económicas*, 22:3, págs. 501-516.
- GALBRAITH, J.K. (1967): «El nuevo estado industrial», Houghton-Mifflin, Boston.
- GROSMAN, S. y HART, O. (1986): «The relational view: Cooperative strategy and the sources of interorganizational competitive advantage», *Academy of Management Review*, octubre, págs. 691-719.
- HART, O. E. (1995): *Firms, contracts and financial structure*, Oxford University Press, Londres.
- HART, O.E. y MOORE, J. (1990): «Property rights and the nature of the firm», *Journal of Political Economy*, 98, págs. 1.119-1.158.
- HAYEK, F.A. (1945): «The Use of Knowledge in Society», *The American Economic Review*, vol. 35, nº 4; págs. 519-530.
- HERMALIN, B.E. y WEISBACH, M. S. (1988): «The determinants of board composition», *RAND Journal of Economics*, 19:4, págs. 589-606.
- HERMALIN, B. E. y WEISBACH, M. S. (1991): «The effects of board composition and direct incentives on firm performance», *Financial Management*, Winter, págs. 101-112.
- HERMALIN, B. E. y WEISBACH, M. S. (1998): «Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO», *American Economic Review*, 88:1, págs. 96-118
- HUTHER, J. (1997): «An empirical test of the effect of board size on firm efficiency», *Economics Letters*, 54, págs. 259-264.
- JENSEN, M. C. (1986): «Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers», *American Economic Review*, 76:2, págs. 323-329.
- JENSEN, M. C. (1993): «The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems», *Journal of Finance*, 48:3, págs. 831-880.
- JENSEN, M.C. (1998): *Foundations of organizational strategy*, Harvard University Press, Cambridge.
- JENSEN, M. y MECKLING, W. (1976): «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure». *Journal of Financial Economics*, 3, págs. 305-360.
- JENSEN, M. y MECKLING, W. (1995): «Specific and general Knowledge, and organizational structure», *Journal of Applied Corporate Finance*, 8: 2, págs. 4-18.
- JENSEN, M. C. y Ruback, R. S. (1983): «The market for corporate control: The scientific evidence», *Journal of Financial Economics*, 11, págs. 5-50.
- JOHN, K. y SENBET, L.W. (1998): «Corporate governance and board effectiveness», *Journal of Banking & Finance*, 22, págs. 371-403.
- KEDIA, S. (1997): «Product markets and the strategic role of governance mechanisms», *Working Paper*, Harvard University.
- KLEIN, A. (1998): «Firm performance and board committee structure», *Journal of Law and Economics*, 41, págs. 275-303.
- KLEIN, B.; CRAWFORD, R. y ALCHIAN, A. (1978): «Vertical integration, appropriable rents and the competitive contracting process», *Journal of Law and Economics*, 21:2, págs. 297-326.
- LIPTON, M. y LORSCH, J. W. (1992): «A modest proposal for improved corporate governance», *Business Lawyer*, 48:1, págs. 59-77.

- MACEY, J.R. (1998): «Measuring the effectiveness of different corporate governance systems: Toward a more scientific approach», *Journal of Applied Corporate Finance*, 10: 4, págs. 16-25.
- MARRIS, R. (1964): *The economic theory of managerial capitalism*, Free Press, Glencoe, Illinois.
- MCCONNELL, J.J. y SERVAES, H. (1990): «Additional evidence on equity ownership and corporate value», *Journal of Financial Economics*, 27, págs. 595-612.
- MONKS, R.A.G. y MINOW, N. (1995): *Corporate governance*, Blackwell Business, Oxford, UK.
- MORCK, R.K. (1994): «Corporate ownership and management», *The new Palgrave dictionary of money and finance*, MacMillan Press, 1, págs. 475-478.
- MORCK, R.; SCHLEIFER, A. y VISNHY, R.N. (1988): «Management ownership and market valuation», *Journal of Financial Economics*, 20:1/2, págs. 293-315.
- PASTOR, S. (1989): «Formas de propiedad y análisis económico del derecho: ¿nuevas luces a viejas sombras?», *Economistas*, 38, págs. 28-35.
- PENROSE, E. (1959): *The theory of the growth of the firm*, Basil Blackwell, Oxford.
- PIC, J. J. (1997): *A glance at Corporate Governance around the world*, Special Issue, Spencer Stuart, New York.
- POUND, J. (1988): «Proxy contest and the efficiency of shareholder oversight», *Journal of Financial Economics*, 20:1/2, págs. 237-265.
- PROWSE, S. (1994): «Corporate governance in an international perspective», *BIS Economic Papers*, 41, Julio.
- RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. (1998a): «Power in a theory of the firm», *Quarterly Journal of Economics*, 113, págs. 387-432.
- RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. (1998b): «The governance of the new enterprise», *Working paper*, University of Chicago.
- ROSENSTEIN, S. y WYATT, J.G. (1990): «Outside directors, board independence, and shareholder wealth», *Journal of Financial Economics*, 26, págs. 175-191.
- ROSENSTEIN, S. y WYATT, J.G. (1997): «Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth», *Journal of Financial Economics*, 44, págs. 229-250.
- SHLEIFER, A. y VISNHY, R.W. (1986): «Large shareholders and corporate control», *Journal of Political Economy*, 94:3, págs. 461-458.
- SCHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1997): «A survey of corporate governance», *Journal of Finance*, 52:2, págs. 737-783.
- SMITH, A. (1794): *Investigación de la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones*, 1.ª Edición en castellano, tomo IV (Facsimil, Valladolid 1996).
- WARTHER, V. A. (1998): «Board effectiveness and board dissent: A model of the board's relationship to management and shareholders», *Journal of Corporate Finance*, 4, págs. 53-70
- WEISBACH, M.S. (1988): «Outside directors and CEO turnover», *Journal of Financial Economics*, 20, págs. 431-460.
- WHIDBEE, D.A. (1997): «Board composition and control of shareholder voting rights in the banking industry», *Financial Management*, 26:4, págs. 27-41.
- WILLIAMSON, O.E. (1964): *The economics of discretionary behavior: Managerial objectives in a theory of the firm*. Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- YERMACK, D. (1996): «Higher market valuation of companies with a small board of directors», *Journal of Financial Economics*, 40, págs. 185-211.
- ZIMMERMAN, J.L. (1997): *Accounting for decision Making and Control*, Ed. Richard D. Irwin.
- ZINGALES, L. (1998): «Corporate governance», *CEPR Discussion paper* núm. 1.806.

## APÉNDICE

**TABLA 7.** Valor y tamaño del consejo.

Resultados de la estimación por mínimos cuadrados ordinarios (entre paréntesis se presenta el estadístico t). La variable dependiente es siempre PBV. Todas las estimaciones incluyen variables *dummy* sectoriales. La columna A' incorpora asimismo variables *dummy* por países.

Dep.: PBV	(A) Coef. t-Stud.	(A') Coef. t-Stud.	(B) Coef. t-Stud.	(C) Coef. t-Stud.	(D) Coef. t-Stud.	(E) Coef. t-Stud.	(F) Coef. t-Stud.
C .....	-9.6763 ** -5.064 *	-10.259 ** -4.372 *	-8.4516 ** -4.148 *	-11.199 ** -5.793 *	-11.367 ** -5.640 *	-9.6908 ** -4.491 *	-9.0368 ** -4.110 *
TAMC (ln) ...	-2.2378 ** -4.682 *	-1.8887 ** -3.754 *	-2.0323 ** -3.679 *	-2.2662 ** -4.511 *	-2.0290 ** -3.956 *	-2.1394 ** -3.630 *	-2.0363 ** -3.418 *
EXTP .....			-0.9666 -1.203			-1.0660 -1.246	-1.0198 -1.190
COMYEA ....				.0748 1.445		.05250 .941	.04513 .806
REMCOD .....					0.20E-5 0.659	574E-5 1.315	.520E-5 1.186
ROA .....	5.5389 ** 2.746 *	5.0123 ** 2.356 *	5.2597 ** 2.530 *				4.7301 ** 2.160
ANGLO .....	-0.4804 -1.323	-0.4923 -0.843	-0.5343 -1.369	-0.5897 -1.574	-0.3654 -0.953	-0.4983 -1.184	-0.5755 -1.356
DLPAT .....	0.0045 0.3785	1.0726 0.823	.6605 .5120	.1019 .082	0.2180 0.173	-0.1835 -0.138	.3339 .245
MKTD (ln) ...	0.8428 ** 9.704 *	0.8432 ** 7.703 *	0.8042 ** 8.596 *	.9173 ** 10.36 *	0.9115 ** 9.900 *	.8718 ** 9.160 *	.81915 ** 8.258 *
Obs. ....	445	445	404	437	422	382	378
R <sup>2</sup> .....	0.2397	0.3080	.2774	.2886	0.2770	.2744	.5846
R <sup>2</sup> -Aj .....	0.2310	0.2736	.2456	.2615	0.2484	.2384	.2466
F-Ratio .....	27.6816	8.9660	8.7178	10.653	9.6980	7.628	7.496

(\*\*\*) significativo al 99%; (\*\*) significativo al 95%; (\*) significativo al 90%.

**TABLA 8.** Valor y tamaño del consejo.

Resultados de la estimación del sistema de ecuaciones mediante el procedimiento de mínimos cuadrados en tres etapas (entre paréntesis se presenta el estadístico t). La variable dependiente es PBV en la primera ecuación y el tamaño del consejo en la segunda. Como instrumentos se emplearon las variables *dummy* sectoriales, el tamaño de la empresa, la ratio de endeudamiento y la variable ANGLO.

	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)
Dep.: PBV	Coef. t-Stud.	Coef. t-Stud.	Coef. t-Stud.	Coef. t-Stud.	Coef. t-Stud.	Coef. t-Stud.
TAMC (ln) ..	-9.8335 ** -8.764 *	-8.2256 ** -5.263 *	-9.7393 ** -8.032 *	-9.7393 ** -8.032 *	-7.147 ** -3.219 *	-7.3670 *** -3.623
EXTP .....		-2.6173 -0.792			-4.8499 -0.995	-3.2624 -0.633
COMYEA ..			-0.0839 -0.455		-0.3076 -0.787	-0.3738 -0.995
REMCOD ...				-0.0839 -0.455	.530E-4 .959	.423E-4 .800
ROA .....	0.3092 0.227	0.0421 0.742				.05007 .521
ANGLO .....	0.0139 0.322	-0.6963 -1.282	-0.1807 -0.349	-0.1807 -0.349	377 .102	.1478 .126
DLPAT .....	-0.3555 -0.823	1.3863 0.882	.2970 .219	.2970 .219	2.0924 .880	2.4506 1.073
MKTD (ln) .	1.2140 ** 9.749 *	1.1086 ** 8.065 *	1.2287 ** 9.422 *	1.2287 ** 9.422 *	1.0426 ** 5.228 *	1.038 *** 5.733
Obs. ....	404	404	405	405	382	378
R <sup>2</sup> .....	0.1408	0.1657	.1368	.1368	.1346	.1477
<b>Dep.: TAMC</b>						
C .....	0.8089 ** 2.856 *	.4835 * 1.598	.4015 * 1.522	.4428 * 1.71	.7836 ** 2.391	.7289 ** 2.230
EXTP .....	0.0290 0.100	.1380 .473	.0859 .344	.0855 .324	.1460 .474	.1777 .570
ATD (ln) .....	0.0818 ** 9.238 *	.0959 ** 6.399 *	.1028 ** 8.544 *	.1013 ** 8.239 *	.0794 ** 4.574 *	.0812 ** 4.708 *
ANGLO .....	0.0358 1.055	-0.0020 -0.051	-0.0107 -0.297	-0.0215 -0.583	-0.14E-2 -0.036	-.00307 -0.075
PBV.....	-0.0581 ** -3.894 *	-0.0664 ** -3.824 *	-0.0741 ** -5.232 *	-0.0731 ** -5.114 *	-0.0477 ** -2.393	-0.0499 ** -2.532
R <sup>2</sup> .....	0.0817	0.0966	0.0964	.0856	.1007	0.0954

(\*\*\*) significativo al 99%; (\*\*) significativo al 95%; (\*) significativo al 90%.

**TABLA 9.** Valor y tamaño del consejo.

Resultados de la estimación por mínimos cuadrados ordinarios (entre paréntesis se presenta el estadístico t). La variable dependiente es siempre PBV. Todas las estimaciones incluyen variables *dummy* sectoriales. La columna A' incorpora asimismo variables *dummy* por países.

Dep.: PBV	(A)	(A')	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)
	Coef. t-Stud.	Coef. t-Stud.	Coef. t-Stud.	Coef. t-Stud.	Coef. t-Stud.	Coef. t-Stud.	Coef. t-Stud.
C .....	-1.9227 -.839	3.2703 1.195	-.9976 -.412	-3.0262 -1.266	-2.5525 -1.020	-2.3165 -.876	-1.8947 -.722
TAMC (ln) ...	-1.2069 ** -2.310	-1.1049 ** -2.060	-1.1110 * -1.842	-1.4235 ** -2.570	-1.2016 ** -2.143	-1.1692 * -1.797	-1.1355 * -1.750
EXTP .....			-.7418 -.854			-.9406 -1.002	-0.8935 -.964
COMYEA ....				.1161 ** 2.041		.0841 1.382	.0642 1.064
REMCOD .....					.60E-5 1.525	.80E-5 * 1.877	.75E-5 ** 1.603
ROA .....	10.4587 ** 4.793 *	9.2518 ** 4.221	9.7002 ** 4.480 *				8.977 ** 3.928 *
ANGLO .....	0.3321 .868	1.0906 1.832	.4045 .9916	.3666 .913	.7016 1.731	.5644 1.264	.3422 .768
DLPAT .....	-0.1416 -0.105	1.0726 0.823	-.6258 -.449	-1.9034 -1.41	-1.5989 -1.161	-2.2824 * -1.589	-9.345 -.636
ATD (ln) .....	.3373 ** 3.166 *	0.1091 0.865	.3185 ** 2.820 *	.4178 ** 3.761 *	.3856 ** 3.364 *	.3874 ** 3.203 *	-.3438 ** 2.855 *
Obs. ....	445	445	404	437	422	382	378
R <sup>2</sup> .....	0.1697	0.2123	0.1564	0.1357	0.1264	0.1312	0.1673
R <sup>2</sup> -Aj .....	0.1387	0.1732	0.1193	0.1028	0.0919		0.1231
F-Ratio .....	5.4695	5.429	4.211	4.1241	3.664	3.047	3.785

(\*\*\*) significativo al 99%; (\*\*) significativo al 95%; (\*) significativo al 90%.

**TABLA 10.** Valor y tamaño del consejo.

Resultados de la estimación del sistema de ecuaciones mediante el procedimiento de mínimos cuadrados en tres etapas (entre paréntesis se presenta el estadístico t). La variable dependiente es PBV en la primera ecuación y el tamaño del consejo en la segunda. Como instrumentos se emplearon las variables *dummy* sectoriales, el tamaño de la empresa, la ratio de endeudamiento y la variable ANGLO.

	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)
Dep.: PBV	Coef. t-Stud.	Coef. t-Stud.	Coef. t-Stud.	Coef. t-Stud.	Coef. t-Stud.	Coef. t-Stud.
TAMC (ln) ..	-5.7384 ** -3.778 *	-5.5322 ** -3.064 *	-5.0596 ** -3.125 *	-6.3532 ** -4.094 *	-5.9724 ** -2.581	-6.1371 ** -2.651 *
EXTP .....		.2094 .075			-.2731 -.064	-.1148 -.025
COMYEA ..			-.0778 -.335		-.1864 -.516	-.1940 -.522
REMCOD ...				.15E-5 .535	.41E-4 .783	.389E-4 .762
ROA .....	.7596 0.128	.0188 .300				.00745 .073
ANGLO .....	.67579 1.505	.6765 1.289	.8113 1.495	.6717 1.377	1.2001 1.056	1.1931 1.124
DLPAT .....	-2.5622 ** -1.171	-2.5053 * -1.586	-2.6156 * -1.889	-2.6103 ** -2.017	-2.2253 -1.020	-2.095 -.883
ATD (ln) .....	0.7481 ** 4.597 *	.7149 ** 4.343 *	.6948 ** 4.125 *	.7938 ** 4.918 *	.7529 ** 3.527 *	.7698 ** 3.690 *
Obs. ....	404	404	405	382	382	378
R <sup>2</sup> .....	0.0411	0.0451	0.0365	0.0651	0.0482	0.0494
<b>Dep.: TAMC</b>						
C .....	1.0753 ** 3.578 *	1.0977 * 3.601	1.1646 ** 3.768 *	1.1807 ** 3.641 *	1.2706 ** 3.762 *	1.2090 ** 3.596 *
EXTP .....	-0.3932 -1.304	-.3682 -1.145	-.4311 -1.380	-.4725 -1.406	-.4242 -1.179	-.3917 -1.087
ATD (ln) .....	0.0858 ** 9.593 *	.0834 ** 8.650 *	.0825 ** 8.721 *	.0853 ** 8.749 *	.0771 ** 7.093 *	.0790 ** 7.319 *
ANGLO .....	0.0204 .578	.0217 .598	.0126 .350	.0032 .085	.0031 .081	.00691 .179
PBV .....	-0.07531 ** -4.845 *	-.0713 ** -4.358 *	-.0699 ** -4.205 *	-.0806 ** -4.713 *	-.063 ** -3.328 *	-.0654 ** -3.469 *
R <sup>2</sup> .....	0.0601	0.0622	0.0604	0.0463	0.0527	0.0542

(\*\*\*) significativo al 99%; (\*\*) significativo al 95%; (\*) significativo al 90%.