

MODELOS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN ESPAÑA Y EL REINO UNIDO: DOS CAMINOS HACIA LA CREACIÓN DE VALOR

LUIS ÁNGEL CASTRILLO LARA

*Catedrático de Escuela Universitaria.
Departamento de Economía Financiera y Contabilidad.
Universidad de Burgos*

SONIA MARCOS NAVEIRA

*Profesora de Escuela Universitaria.
Departamento de Economía Financiera y Contabilidad.
Universidad de Burgos*

JUAN MANUEL SAN MARTÍN REYNA

*Profesor-Investigador. Unidad Académica de
Ciencias Jurídicas y Sociales.
Universidad Autónoma de Tamaulipas (México)*

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don José Ramón GONZÁLEZ GARCÍA, doña María Teresa DEL VAL NÚÑEZ, don José Antonio GONZALO ANGULO, doña Herenia GUTIÉRREZ PONCE, don Lorenzo LARA LARA y don Alejandro LARRIBA DÍAZ ZORITA.

Extracto:

ESTE trabajo analiza, para una muestra de 216 empresas procedentes de España y el Reino Unido y para un periodo de cuatro años (2000-2003), la influencia de la concentración de propiedad, el tamaño del consejo y la deuda en el resultado, con el objetivo de obtener evidencia de la influencia del marco legal en el diseño de los mecanismos de gobierno. Los resultados muestran que la protección legal ofrecida a los inversores en cada país determina el uso de los mecanismos internos de gobierno, siendo la concentración de la propiedad y la protección legal al inversor mecanismos sustitutivos a la hora de incrementar el valor de la empresa, condicionando el uso del resto de mecanismos.

Palabras clave: gobierno corporativo, protección legal al inversor, creación de valor y marco institucional.

CORPORATE GOVERNANCE MODELS IN SPAIN AND THE UNITED KINGDOM: TWO PATHS TO VALUE CREATION

LUIS ÁNGEL CASTRILLO LARA

*Catedrático de Escuela Universitaria.
Departamento de Economía Financiera y Contabilidad.
Universidad de Burgos*

SONIA MARCOS NAVEIRA

*Profesora de Escuela Universitaria.
Departamento de Economía Financiera y Contabilidad.
Universidad de Burgos*

JUAN MANUEL SAN MARTÍN REYNA

*Profesor-Investigador. Unidad Académica de
Ciencias Jurídicas y Sociales.
Universidad Autónoma de Tamaulipas (México)*

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don José Ramón GONZÁLEZ GARCÍA, doña María Teresa DEL VAL NÚÑEZ, don José Antonio GONZALO ANGULO, doña Herenia GUTIÉRREZ PONCE, don LORENZO LARA LARA y don Alejandro LARRIBA DÍAZ ZORITA.

Abstract:

This paper studies the influence of ownership concentration, the board size, and the debt in firm performance of a sample of 216 companies from Spain and the United Kingdom, over a four-year period (2000-2003), with the aim of uncovering evidence on the influence of legal environment in the design of governance mechanisms. Our findings show that the legal protection offered to investors in each country determines the use of internal governance mechanisms. In the same way, they also show that ownership concentration and investor protection are substitutive mechanisms when increasing firm value, and that these mechanisms determine the use of the remaining governance mechanisms.

Keywords: corporate governance, legal investor protection, value creation and institutional framework.

Sumario

1. Introducción.
2. Diferencias internacionales: los modelos de gobierno corporativo.
 - 2.1. Diferencias en los mercados de capitales.
 - 2.2. Concentración *versus* dispersión de la propiedad.
 - 2.3. La inversión relacional.
 - 2.4. Los inversores institucionales.
 - 2.5. El consejo de administración.
3. Creación de valor y gobierno de la empresa: diferentes caminos para un mismo objetivo.
 - 3.1. Concentración de propiedad y creación de valor.
 - 3.2. Consejo de administración y creación de valor.
 - 3.3. Deuda y creación de valor.
4. El efecto conjunto de los mecanismos de gobierno.
5. Influencia del marco institucional.
6. El gobierno corporativo en España y el Reino Unido.
 - 6.1. El gobierno de la empresa en España.
 - 6.2. El gobierno de la empresa en el Reino Unido.
7. Análisis comparativo del gobierno corporativo en España y el Reino Unido: metodología, variables y muestra.
 - 7.1. Modelo de regresión y variables.
 - 7.2. Fuentes de información y muestra.
8. Resultados del análisis empírico.
 - 8.1. Análisis descriptivo.
 - 8.2. Análisis de correlación.
 - 8.3. Resultados del análisis de regresión.
9. Conclusiones.

Bibliografía.

Anexo.

1. INTRODUCCIÓN

El conflicto de intereses derivado de la separación entre propiedad y control, junto con la incapacidad de diseñar contratos óptimos que garanticen el comportamiento de los gerentes de las empresas, son las ideas que tradicionalmente han constituido la base de la investigación en gobierno corporativo.

Desde que Adam SMITH planteara por primera vez el potencial conflicto de intereses entre propietarios y directivos, cuando ambas funciones no recaen en las mismas personas, hasta nuestros días, el estudio del gobierno de las empresas ha pasado por diferentes etapas. DENIS y McCONNELL (2003) distinguen dos etapas claramente diferenciadas que han denominado primera y segunda generación de trabajos sobre gobierno de las empresas. En la primera generación, que transcurre durante las décadas de los setenta y ochenta del pasado siglo XX, la investigación se centraba en el gobierno corporativo de las empresas norteamericanas. Fue a partir de los noventa cuando comenzaron a aparecer trabajos sobre el gobierno de las empresas en otros países diferentes de los Estados Unidos, dando lugar a la segunda generación de este tipo de investigación también denominada gobierno corporativo internacional. Al principio se trataba de países con economías significativas como Japón, Alemania o el Reino Unido y más tarde de países con economías en desarrollo y mercados emergentes como los del Sudeste Asiático o Europa del Este (DENIS y McCONNELL, 2003).

Posteriormente, el trabajo publicado por LA PORTA *et al.* (1998) proporcionó una nueva perspectiva en el análisis del gobierno corporativo basada en la idea de que las leyes protectoras de los derechos de los inversores y el grado de cumplimiento efectivo de las mismas son los condicionantes principales del modo en que se desarrolla el gobierno de las empresas en cada país. A partir de este momento, se pone de manifiesto la necesidad de estudiar conjuntamente el gobierno corporativo y el sistema legal, como variable representativa del marco institucional del país donde la actividad de las empresas tiene lugar.

Durante todos estos años de investigación y, a pesar de la multitud de estudios realizados, no puede decirse que exista una definición comúnmente aceptada sobre qué se entiende por gobierno corporativo y cuál es su alcance. Para ROE (1997), el gobierno corporativo es la forma en que se toman las decisiones y se asigna el poder entre accionistas, directivos y consejeros, siendo su principal objetivo hacer que las empresas desarrollen su actividad de la mejor manera posible. Por tanto, una de las razones más significativas para analizar y comparar las diferencias internacionales en gobierno corporativo es poner de manifiesto los diferentes caminos existentes que permiten alcanzar un mismo final, desarrollar la actividad de la empresa de la mejor manera posible.

Dentro de este contexto de gobierno corporativo internacional, en este trabajo se comparan dos modelos de gobierno pertenecientes a dos marcos institucionales diferentes, España y el Reino Unido, que, paradójicamente, conviven en el marco común de la Unión Europea.

Ambos países han desarrollado patrones de gobierno corporativo con características muy diversas, en base al sistema legal imperante en cada uno de ellos. La protección legal ofrecida a los inversores que emana de cada sistema legal condiciona las decisiones internas de gobierno al alcance de las empresas, tales como la estructura de propiedad, el nivel de endeudamiento y el tamaño del consejo de administración. Este hecho pone de manifiesto que los factores institucionales y los mecanismos de gobierno no son independientes entre sí, sino que se compensan, complementando o sustituyendo su efecto sobre la creación de valor de las empresas.

El objetivo final de esta investigación es analizar cómo la diferente protección legal procedente de los sistemas legales de España y el Reino Unido influye en el diseño de sus modelos de gobierno corporativo, condicionando la creación de valor de sus empresas.

2. DIFERENCIAS INTERNACIONALES: LOS MODELOS DE GOBIERNO CORPORATIVO

La clasificación más básica de los patrones de gobierno corporativo existentes en los países más desarrollados es la que distingue entre el modelo anglosajón o modelo basado en los mercados, propio de países como el Reino Unido y los Estados Unidos, y el modelo de Europa Continental, menos homogéneo que el anterior y donde también se puede incluir a Japón. Esta clasificación nos lleva a pensar que no es el grado de desarrollo económico de un país el que explica las diferencias en la estructura de propiedad, la estructura financiera y la gestión de las empresas (SALAS, 2002), sino que son otras las razones que determinan la existencia de diferencias entre estos dos sistemas de gobierno.

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

Ambos patrones de gobierno corporativo presentan ventajas e inconvenientes que producen distintos efectos sobre la eficacia del funcionamiento de las empresas (FANJUL, 1998). Los problemas y conflictos de intereses a los que hay que hacer frente en cada uno de ellos son diferentes, produ-

ciéndose entre directivos y accionistas en el caso anglosajón y entre los distintos tipos de accionistas en el modelo europeo.

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

Los argumentos a favor o en contra de uno y otro modelo de gobierno han variado y siguen haciéndolo aún en función del tiempo y del éxito relativo de las economías en las que se desarrollan, teniendo mayor aceptación el patrón continental en la década de los ochenta del siglo XX como consecuencia del crecimiento de las economías alemana y japonesa en comparación con la norteamericana, para ser posteriormente puesto en tela de juicio a finales de los noventa cuando la protección del accionista minoritario se reveló como una de las grandes ventajas del modelo anglosajón (HANSMANN y KRAAKMAN, 2000; BECHT *et al.*, 2002; AZOFRA, 2004). En definitiva, la efectividad de los diferentes modelos de gobierno corporativo varía según el estado de desarrollo en que se encuentre cada país.

Con carácter general, FANJUL (1998:195-200) identifica las diferencias entre los dos modelos básicos de gobierno corporativo, anglosajón y continental, las cuales se articulan en torno a aspectos como la importancia del mercado bursátil, la eficiencia de los mercados de capitales y el mercado de control, la inversión institucional y el control y la propiedad de las empresas. Si bien es cierto que estos aspectos mantienen en ocasiones una estrecha relación entre sí, por ejemplo la liquidez del mercado y la eficiencia de los mercados de capitales y mercados de control corporativo, o el nivel de inversión institucional y la concentración de la propiedad, nos van a permitir identificar a continuación las principales diferencias entre ambos patrones básicos de gobierno, para centrarnos posteriormente en los modelos de gobierno de España y el Reino Unido.

2.1. Diferencias en los mercados de capitales.

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

Este mayor desarrollo de los mercados de capitales anglosajones, donde predominan los accionistas institucionales, conlleva un mayor nivel de eficiencia en los mismos, atrayendo a un

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

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

Otras veces, la falta de eficiencia del mercado de control corporativo europeo no viene determinada tanto por la liquidez del mercado de capitales como por la actuación de los gobiernos, los cuales pueden poner trabas a aquellas operaciones de adquisición que no cumplan con las expectativas empresariales nacionales o no se realicen de manera amistosa, a través de regulaciones específicas que desincentiven al comprador o de *golden shares* que veten la operación ¹.

En definitiva, bajo el menor desarrollo de los mercados de capitales europeos subyace la existencia de regulaciones y leyes que limitan, entre otros, la participación de los accionistas en las juntas, el derecho de voto y las operaciones de toma de control, dando lugar a barreras a la inversión extranjera y a la creación de un mercado de capitales europeo único.

Por último, el mayor o menor desarrollo de los mercados también condiciona el modelo de financiación de unos y otros países, de tal manera que la financiación del modelo de gobierno anglosajón está basada en el mercado y la del modelo continental en la banca. En los Estados Unidos y el Reino Unido la financiación a largo plazo procede en su mayoría de los mercados de capitales y de la autofinanciación empresarial, mientras que en Europa Continental y Japón corresponde en mayor medida a la banca y no tanto al mercado ni a la autofinanciación (ANDRÉS *et al.*, 1996). Es decir, las diferencias en el desarrollo de los mercados de capitales en distintos países dan lugar a otras diferencias en la estructura de financiación y propiedad de sus empresas.

¹ El caso de la eléctrica española Endesa es un claro ejemplo de intervenciones de este tipo. El Consejo de Ministros español modificó la ley por la que se rige la Comisión Nacional de la Energía, con el fin de vetar la contraopa lanzada por la alemana E.ON sobre Endesa. Por otra parte, el gobierno alemán también tiene regulaciones específicas que podrían vetar posibles Opas sobre empresas alemanas del sector energético que pusieran en peligro los intereses alemanes.

2.2. Concentración versus dispersión de la propiedad.

Una de las principales diferencias entre los dos patrones básicos de gobierno corporativo es la estructura de propiedad de sus empresas. El patrón de gobierno anglosajón, americano y británico, es un modelo de propiedad dispersa, donde la mayoría de los accionistas son institucionales o minoritarios y se cumple la tradicional idea de BERLE y MEANS (1932) sobre separación entre propiedad y control, mientras que en Europa Continental y Japón la propiedad está más concentrada y en manos de empresas, bancos y particulares, los cuales tienen mayores incentivos para ejercer un control más férreo sobre el equipo directivo.

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

En la literatura de gobierno corporativo existen argumentos tanto a favor como en contra de la concentración de propiedad. Entre las opiniones a favor se encuentran los mayores incentivos y mecanismos a su disposición que tienen los accionistas significativos para controlar la actuación de los directivos (SHLEIFER y VISHNY, 1997); la consecuente reducción de los costes de agencia derivados de la existencia de riesgo moral en los contratos; así como la eliminación del problema *free rider* propio de estructuras de propiedad dispersas (SHLEIFER y VISHNY, 1986). Por otra parte, la concentración de la propiedad supone una menor diversificación de la inversión, por lo que se incrementa el riesgo asumido por los accionistas significativos; un mayor coste de oportunidad por el tiempo dedicado a supervisar al equipo directivo (SALAS, 2002); una disminución de las posibilidades de negociación de las acciones contribuyendo a una menor liquidez de los mercados de capitales; y un traslado del conflicto de intereses a la relación entre accionistas significativos y minoritarios, ya que los primeros pueden que traten de maximizar sus propios intereses tomando decisiones que supongan expropiaciones de riqueza del resto de accionistas (FAMA y JENSEN, 1983; CRESPI, 1998; CHIRINKO *et al.*, 2002) e incluso atrincherándose en esa posición sin permitir transferencias de control a otros grupos (MORCK *et al.*, 1988).

La relación existente entre el funcionamiento y eficiencia de los mercados y la concentración de la propiedad, pone de manifiesto, ante la presencia de accionistas significativos, una reducción del volumen de acciones que se contratan en los mercados, así como la menor liquidez de los valores y mercados (CRESPI, 1998:116). Ya en 1968 DEMSETZ demostró empíricamente cómo la liquidez de los mercados, medida a través del volumen de capital negociado, dependía del número de accionistas que entrasen en juego.

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

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

2.3. La inversión relacional.

La naturaleza de los inversores constituye también un importante factor discriminante de los modelos de gobierno corporativo anglosajón y europeo, ya que mientras que los inversores de España y Alemania, junto con la mayoría de países continentales y Japón, se reparten entre empresas, bancos ² y particulares, en los Estados Unidos y el Reino Unido predominan los fondos de inversión y de pensiones, compañías de seguros y los particulares, con ausencia total de acciones en manos de otras empresas (CHIRINKO *et al.*, 2002).

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

Desde los años treinta, las regulaciones norteamericanas han tratado de evitar las concentraciones de propiedad y poder en el seno de las organizaciones, fomentándose el modelo de empresa descrito por BERLE y MEANS en 1932. La presión legal que sufren las empresas de los Estados Unidos les llevan a invertir insuficientemente en contratos relacionales y a depender en gran medida del control del mercado, obligando a sus directivos a mantener una visión cortoplacista con el fin de evitar los posibles castigos del mercado de capitales. Esta falta de inversión relacional se debe en gran parte a las trabas de las normas legales, tanto estatales como federales, que dificultan la acción conjunta de los grupos de empresas, las relaciones a largo plazo entre bancos y empresas e incluso el tamaño de las propias instituciones bancarias (BHAGAT *et al.*, 2004; BLACK, 1997).

En Europa Continental, concretamente en Alemania, y en otros países como Japón son frecuentes las participaciones accionariales cruzadas entre empresas, así como las relaciones estrechas con la banca. La existencia de grupos de empresas, a través de las estructuras piramidales, permite reforzar los contratos implícitos que presiden las relaciones entre empresas que intervienen conjuntamente en un determinado proceso productivo.

² Si bien la participación de la banca en el capital de empresas europeas y japonesas es una de las características de su estructura de propiedad, las investigaciones empíricas han comprobado que muchas veces no es común que dicha participación sea significativa, aunque sí lo es su presencia en el consejo de administración y su poder de decisión (BECHT *et al.*, 2002).

2.4. Los inversores institucionales.

Las instituciones gestoras de fondos han experimentado un notable incremento en todas las economías desarrolladas, especialmente en los Estados Unidos y el Reino Unido donde constituyen el principal grupo de accionistas (BLACK, 1997; GOERGEN y RENNEBOOG, 2001), más que en el continente europeo o Japón. Es decir, los fondos de inversión, fondos de pensiones, mutuas y compañías de seguros concentran la mayor parte de las acciones emitidas por las sociedades que cotizan en bolsa en los países anglosajones, siendo los precursores del proceso de cambio sufrido en las estructuras de dirección de las grandes sociedades.

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

A pesar del control que los inversores institucionales podrían realizar sobre la dirección de las empresas en las que invierten, se les ha considerado como inversores pasivos y poco motivados para involucrarse en la supervisión, a diferencia de los inversores relacionales de Europa Continental y Japón, limitándose a la venta de las acciones de aquellas empresas que no alcanzaban las expectativas generadas por el mercado y preocupándose más por la rentabilidad a corto plazo de sus inversiones que por la viabilidad de la empresa (BLACK, 1990, 1997; ROE, 2001). Esta circunstancia acentúa el conflicto entre propiedad y control y confiere una mayor discrecionalidad a los directivos que ven incrementado su poder dentro de la empresa (GOERGEN y RENNEBOOG, 2001). Sin embargo, los inversores institucionales sí están legalmente obligados a actuar diligentemente con todos los activos depositados a su cargo, entre ellos los relativos a la propiedad de empresas, ya que son representantes y administradores de fondos ajenos, y no gozan de la libertad que tienen los accionistas individuales de ignorar los derechos y responsabilidades derivados de la condición de propietario de una empresa (BILBAO, 2003). Otros autores, conciben el activismo de los inversores institucionales desde otro punto de vista, a través de su participación activa en el mercado de capitales, que no en la gestión de las empresas en las que invierten. Para Aldo OLCESE (2005:124) el mero hecho de vender las acciones de una compañía por un inversor institucional y la consecuente caída de su precio es señal suficiente para el mercado de la mala gestión de dicha empresa, así como el rechazo a comprar nuevas acciones de esa compañía, publicar el fracaso en las negociaciones llevadas a cabo con ella, o ejercer sus derechos de accionista para obstaculizar las decisiones del consejo.

El activismo de los inversores institucionales depende de condiciones tales como el tamaño de la propiedad que mantenga en las empresas, las estrategias pasivas o activas de inversión ³, los conflictos de intereses recíprocos cuando existan relaciones comerciales con las compañías en que ellos invierten el dinero de terceros, la coordinación entre los diferentes inversores institucionales

³ Las estrategias pasivas de inversión se basan en un índice de referencia y raramente darán lugar a desinversiones en empresas que formen parte de él, mientras que las estrategias activas consisten en invertir en una selección de activos líquidos que son atractivos para los inversores institucionales, dando lugar a una participación activa de los mismos.

para hacer frente a problemas de acción colectiva, o la existencia de un sistema legal que limite el alcance de las acciones de este tipo de inversores (OLCESE, 2005:124-126).

2.5. El consejo de administración.

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

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

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

A pesar de las ventajas que inicialmente plantea la existencia de consejeros internos, dado el conocimiento que tienen de la marcha de la empresa, la estructura de propiedad dispersa y los consecuentes conflictos de intereses que se pueden generar entre la propiedad y el control han hecho que las empresas norteamericanas tiendan cada vez más a introducir consejeros independientes en su consejo de administración, donde raramente se encuentran representantes de bancos o accionistas importantes (PROWSE, 1994). Si la presencia de consejeros externos se interpreta como una mayor garantía para los accionistas, serán los propios directivos de las empresas anglosajonas los que tomen esta iniciativa, ya que supondrá una mayor creación de valor (SALAS, 2002).

Por otra parte, cuando existen accionistas significativos dentro de la estructura de propiedad de una empresa, como ocurre en los países de Europa Continental, la propia concentración de propiedad sirve de mecanismo de control, sustituyendo así la función supervisora que el consejo de administración desempeña sobre la dirección. Sin embargo, en este caso, el conflicto de intereses se traslada a la relación entre accionistas minoritarios y mayoritarios, y los consejeros independientes siguen ofreciendo garantías a los pequeños accionistas pero ahora frente a los núcleos duros.

Otra de las diferencias institucionales entre consejos de administración es su estructura en uno o dos órganos o niveles. En el consejo de administración dual existe una separación entre el consejo de gestión, encargado de la dirección y compuesto por consejeros internos ejecutivos, y el consejo de control, encargado de supervisar al anterior y compuesto por consejeros externos. En los consejos de administración monistas, también existen consejeros internos y externos, cuyas funciones son gestionar y controlar, respectivamente, aunque en la práctica ambos suelen estar bastante próximos a los órganos de gestión de la empresa, ya que en la mayoría de los países el presidente del consejo coincide con el primer directivo o CEO, incluso por ley (BECHT *et al.*, 2002). En ambos tipos de consejos de administración, en mayor o menor medida, la influencia del equipo directivo o el dominio de los accionistas mayoritarios sobre los consejeros es posible, por lo que la presencia de consejeros independientes, no relacionados ni con la dirección ni con los grandes accionistas, se hace necesaria para preservar el buen funcionamiento de este órgano de administración.

En Europa, donde las empresas se caracterizan por una mayor concentración de la propiedad, existen países en los que se puede optar por un consejo de administración dual que separe las funciones de dirección y de control. En el año 2001 se aprobó en la Unión Europea la constitución de un nuevo tipo de sociedad que pudiera salvar los obstáculos empresariales que planteaba el mercado único, se trata de la Sociedad Anónima Europea, que no entraría en vigor hasta octubre de 2004⁴. Esta nueva figura empresarial está regulada por un régimen mixto, en parte comunitario, en parte nacional, que permite que las Sociedades Anónimas Europeas opten por un sistema de administración dual, independientemente de si el país en el que se domicilian aplica el modelo monista de administración, como es el caso español. En otros países, como Alemania, Holanda, Francia e Italia, la opción entre sistema de administración dual o monista ya estaba vigente antes de la entrada en vigor del Estatuto de la Sociedad Anónima Europea.

Por otra parte, la efectividad del consejo de administración también está relacionada con el tamaño del mismo, desde una doble perspectiva. Parece lógico pensar que aquellos consejos de administración con un número elevado de consejeros realicen de una forma más eficiente las tareas de supervisión y control sobre la dirección, a la vez que supone un mayor número de relaciones con el exterior de la organización y una mayor especialización de funciones en el interior del consejo, favoreciéndose así una mejor toma de decisiones (BAINBRIDGE, 2002). Sin embargo, por otro lado, las mayores necesidades de coordinación y los problemas derivados del procesamiento de la información pueden generar el efecto contrario (JENSEN, 1993), ya que los consejos de administración de gran tamaño tienden a fragmentarse, reduciéndose así su capacidad colectiva para controlar a la dirección a la vez que se incrementa el número de consejeros que no participan activamente en el consejo (BAINBRIDGE, 2002).

3. CREACIÓN DE VALOR Y GOBIERNO DE LA EMPRESA: DIFERENTES CAMINOS PARA UN MISMO OBJETIVO

Hasta ahora, hemos revisado las diferencias en gobierno corporativo internacional haciendo referencia a elementos como el mercado de capitales, la estructura de propiedad, el endeudamiento,

⁴ En España la domiciliación de la Sociedad Anónima Europea entró en vigor con la Ley 19/2005, de 14 de diciembre.

inversores institucionales y consejos de administración. Sin embargo, llegados a este punto se torna necesario pasar al análisis de los mecanismos de gobierno desde el punto de vista de la creación de valor, es decir, analizar la relación entre mecanismos de gobierno y resultado de la empresa, ya que a fin de cuentas el objetivo que se persigue a través de la implementación de estos mecanismos es maximizar el valor de la compañía.

Dentro del estudio del gobierno corporativo podemos encontrar numerosa investigación que analiza su relación con la creación de valor en la empresa. Una gran parte de los trabajos empíricos en esta área se ha concentrado en cómo los mecanismos de gobierno se han diseñado para motivar a los gerentes a tomar decisiones encaminadas a la creación de valor en la compañía.

En este sentido, podemos encontrar una amplia literatura que observa una correlación positiva entre variables de gobierno y *proxys* del valor de la empresa (CHIDAMBARAN *et al.*, 2006). Estos mecanismos propuestos en la literatura incluyen elementos cuyo diseño está en manos de las propias empresas, tales como concentración de propiedad, un pequeño consejo de administración y la deuda. Numerosos estudios (MORCK *et al.*, 1988; JENSEN y MURPHY 1990; YERMACK 1996; GOMPERS *et al.*, 2003; entre otros) sugieren que cambios en estos mecanismos internos de gobierno podrían generar una mejor alineación de intereses entre la dirección y los accionistas de la compañía, o entre diferentes grupos de accionistas, lo cual redundará en una mayor creación de valor.

3.1. Concentración de propiedad y creación de valor.

La relación entre la estructura de propiedad y el valor de la empresa ha sido objeto de un importante y continuo debate en la literatura sobre gobierno corporativo. BERLE y MEANS (1932) ya sugerían una correlación inversa entre accionistas atomizados y el funcionamiento de la empresa, ya que una alta concentración de acciones tiende a crear una mayor presión sobre la dirección para comportarse de forma que maximice el valor de la compañía.

SHLEIFER y VISHNY (1986) establecen que los grandes accionistas tienen un interés general en la maximización del valor de la compañía, y suficiente control sobre los activos de ésta para hacer valer su propio interés, de tal forma que el incremento en la supervisión por parte de los accionistas mayoritarios mitiga los problemas de agencia entre gestores y propietarios, lo que conduce hacia una mayor creación de valor. En este sentido, encontramos trabajos como los de LA PORTA *et al.* (2002), CLAESSENS *et al.* (2002), MORCK *et al.* (1988), GORTON y SCHMID (1996), SHLEIFER y VISHNY (1997), HIMMELBERG *et al.* (1999) y HOLDERNESS *et al.* (1999). Sin embargo, la mayoría de estos autores también defienden que más allá de cierto nivel de concentración, la relación puede volverse negativa.

Por otra parte, algunos autores no encuentran relación significativa entre el valor de la empresa y la presencia de un accionista dominante en la misma (RENNEBOOG, 2000; HOLDERNESS y SHEEHAN, 1988; DENIS y DENIS, 1994; BERGSTRÖM y RYDQVIST; 1990; PROWSE, 1992).

Como se puede apreciar en los párrafos anteriores, la evidencia sobre el papel de los accionistas en el ejercicio del gobierno de la empresa empieza a ser cada vez más extensa, y sin embar-

go, no se han alcanzado conclusiones definitivas. Por una parte, encontramos trabajos que apoyan la idea de que los grandes accionistas juegan un papel activo en el gobierno de la empresa, obteniendo resultados favorables a la hipótesis de que los grandes accionistas contribuyen positivamente a la creación de valor de la compañía, pero, por otra parte, algunos autores no encuentran relación significativa entre el valor de la empresa y la presencia de un accionista dominante en la misma.

Por ello, a pesar de que la concentración accionarial puede presentarse como un mecanismo natural de supervisión en la compañía, el debate sobre la existencia de una estructura de propiedad óptima continúa abierto, ya que los beneficios derivados de una mejora en la gestión directiva pueden verse compensados con los costes derivados de la pérdida de liquidez, de una menor diversificación o de los beneficios privados obtenidos por el accionista mayoritario dando lugar a una expropiación de riqueza de los minoritarios. En consecuencia, el mayor o menor grado de concentración accionarial se convierte en un factor significativo para la creación de valor.

Como veremos más adelante, esta falta de unanimidad en las conclusiones puede deberse al hecho de que se esté analizando una única variable de gobierno corporativo de manera aislada, la concentración de la propiedad en este caso, sin tener en cuenta la posible influencia del resto de mecanismos de gobierno ni del marco institucional donde la empresa desarrolla su actividad.

3.2. Consejo de administración y creación de valor.

El consejo de administración es considerado un mecanismo clave en el buen funcionamiento del gobierno corporativo en la compañía, ya que es la manera a través de la cual los accionistas ejercen control sobre la empresa. Existe un gran número de estudios empíricos que exploran la relación de varios aspectos del consejo de administración con el funcionamiento de la empresa. La parte central de esos trabajos es la efectividad del consejo como supervisor en el proceso de maximización de valor del accionista. El tamaño del consejo y el número de consejeros independientes son algunas características a través de las cuales el consejo ha sido estudiado en la literatura como determinante de la creación de valor (NCUBE, 2006).

La mayor parte de la evidencia empírica pone de manifiesto una relación negativa entre el tamaño del consejo y el valor de la empresa. En este sentido, autores como JENSEN (1993) y EISENBERG *et al.* (1998) encuentran que pequeños consejos están positivamente relacionados con un alto valor de la compañía. De igual forma, YERMACK (1996) provee evidencia que apunta hacia una clara relación inversa entre valor de la empresa y tamaño del consejo de administración. Asimismo, ANDRÉS *et al.* (2005) analizan una muestra de 450 empresas no financieras pertenecientes a 10 países desarrollados, encontrando una relación inversa entre el valor de la empresa y el tamaño del consejo de administración. Por otra parte, FERNÁNDEZ *et al.* (1998), encuentran una relación no lineal entre tamaño del consejo y la q de Tobin como medida de la creación de valor, donde inicialmente parece contrastarse que incrementos en el tamaño de este órgano de gobierno favorecen la efectividad del consejo incrementando la q de Tobin, pero después de un cierto punto ocurre el fenómeno inverso,

incrementos en el tamaño conduce a reducciones en esta medida de la creación de valor, sugiriendo que los problemas de coordinación y comunicación parecen tener un mayor peso que los beneficios derivados de una mayor supervisión y control por parte de consejos numerosos. En esta misma línea encontramos trabajos como los de KINI *et al.* (1995) para el mercado norteamericano; WIBLIN y WOOD (1999) en Australia; y MÍNGUEZ y MARTÍN (2004), para el mercado español.

La heterogeneidad de hipótesis y resultados relacionados con el tamaño y la composición del consejo proviene seguramente de la consideración de estas variables como exógenas en vez de tener en cuenta su relación de causalidad mutua. HARRIS y RAVIV (2008) desarrollan un modelo teórico que determina endógenamente el número óptimo de consejeros externos y el beneficio. Los autores argumentan que cuando el número de externos aumenta, el valor de la compañía también se incrementa, dada la habilidad y pericia que aportan. Esto continuará así, mientras cada consejero externo continúe aportando el mismo esfuerzo. Pero si el número de externos aumenta, acechará el problema *free-rider* y disminuirá el valor de la empresa, ya que habrá consejeros externos que reduzcan su esfuerzo y dedicación al consejo ya que ven disminuir la importancia de su contribución. Por tanto, llegar a número óptimo de consejeros externos equilibraría esta situación. Sin embargo, BHAGAT y BOLTON (2008), al analizar la interacción conjunta de los mecanismos de gobierno e incluir la independencia del consejo asumiendo la endogeneidad existente entre los diferentes mecanismos y el resultado de la empresa, encuentran que dicha independencia está negativamente correlacionada tanto con el resultado actual como con resultados posteriores.

3.3. Deuda y creación de valor.

Tal y como señala JENSEN (1986) en su conocida hipótesis del *free cash flow*, los recursos en exceso que permanecen en la empresa una vez financiados todos los proyectos de inversión rentables pueden ser utilizados por la dirección para aumentar inversiones que maximicen su utilidad a costa de la riqueza de los accionistas, conduciéndolos a no realizar ciertos proyectos de inversión con valor actual neto positivo (MYERS, 1977) o a la adopción de proyectos riesgosos (JENSEN y MECKLING, 1976).

De esta forma, AZOFRA *et al.* (1995) señalan que el valor de la empresa depende en buena medida del empleo que haga la dirección del *cash flow* libre. La dirección preferirá acudir a la autofinanciación en lugar de emprender nuevas emisiones de capital o de deuda, pues no deseará ni someterse al control de los mercados de capitales ni incrementar la probabilidad de fracaso en la empresa, mientras que el accionista, en cambio, preferirá que el *cash flow* no sea retenido y le sea reembolsado en forma de dividendos. Por tanto, tal y como puede observarse, el reparto del libre *cash flow* puede enfrentar a la dirección con los propietarios de la empresa y, como consecuencia, dar lugar a un problema de sobreinversión, enfatizado por JENSEN (1986) con su teoría del *cash flow* libre. En este sentido, la financiación en forma de deuda obliga a los directivos a liberar dichos recursos, reduciendo la cantidad de *free cash flow* disponible para la realización de actividades no creadoras de valor por parte de la dirección. De ser así, la financiación en forma de deuda debiera tener un efecto positivo sobre el valor de la empresa.

4. EL EFECTO CONJUNTO DE LOS MECANISMOS DE GOBIERNO

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

Cada vez son más numerosos los trabajos que no se limitan a analizar el efecto unilateral de cada uno de los dispositivos de gobierno sino que tratan de profundizar en la posible interacción entre ellos, poniendo de manifiesto la capacidad de las empresas para diseñar un sistema de gobierno corporativo eficiente, a través de la selección de diferentes mecanismos (COLES *et al.*, 2001), los cuales se sustituyen o complementan, ya que no es cierto que estos mecanismos sean independientes entre sí (REDIKER y SETH, 1995; BHAGAT y JEFFERIS, 2002).

AGRAWAL y KNOEBER (1996) defienden que un mayor uso de uno de los mecanismos de control no está necesariamente relacionado con un mejor resultado del ejercicio, ya que cuando un mecanismo se usa más otro se usará menos, y el resultado será igualmente bueno.

La posible endogeneidad existente entre los mecanismos de control corporativo corrobora la heterogeneidad de resultados en los trabajos que se centran en la relación entre la creación de valor de la empresa y la utilización de un único mecanismo de gobierno, tal y como hemos visto en el apartado anterior con la estructura de propiedad, el tamaño del consejo de administración o la deuda.

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

El efecto de sustitución de los mecanismos de supervisión pone de manifiesto cómo los mecanismos internos a disposición de las empresas permiten suplir la falta de un control eficiente de los mecanismos externos. Por ejemplo, cuando el mercado de toma de control es débil o ineficiente, los mecanismos internos de gobierno corporativo adquieren mayor importancia, como el control ejercido por el consejo de administración o la concentración de la propiedad (JOHN y SENBET, 1998).

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

BERGER *et al.* (1997) estudian también la interacción entre mecanismos internos y encuentran una relación negativa entre la deuda como mecanismo de control y la permanencia del consejero delegado y el tamaño del consejo, y sugieren que la disminución del control por parte del CEO o de un consejo de administración de excesivo tamaño se compensa con un incremento de la deuda.

Otros estudios han seguido en esta línea de investigación, aunque son pocos los que tratan de analizar de forma conjunta los diferentes mecanismos de gobierno a disposición de las empresas y su dependencia del marco institucional.

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

Más recientemente, BHAGAT y BOLTON (2008) contribuyen a esta línea de investigación contrastando la relación entre gobierno corporativo y resultado de la empresa, teniendo en cuenta la interrelación entre gobierno, *performance*, estructura de capital y estructura de propiedad.

Los mecanismos de gobierno corporativo, tanto internos como externos, el valor o rendimiento alcanzado por la empresa y las características del marco institucional donde la empresa desarrolla su actividad son piezas de un mismo puzzle. Por tanto, el desenlace del mismo, es decir, la creación de valor resultante de la actividad de las empresas, dependerá de la elección de mecanismos de gobierno que hagan las organizaciones desde el punto de partida que establecen los condicionantes ambientales. El uso de los mecanismos externos de gobierno corporativo no es una decisión de la empresa sino que es determinado por agentes externos, por tanto, el uso de los mecanismos internos que sí están a disposición de la organización estará condicionado por el marco institucional en el que la empresa desarrolla su actividad.

Este hecho pone de manifiesto la no existencia de un sistema, llamémosle, óptimo o eficiente de gobierno común para todas las empresas y lleva a preguntarnos sobre cuáles son las características de países y sectores que hacen óptimos los sistemas.

5. INFLUENCIA DEL MARCO INSTITUCIONAL

El estudio y práctica del gobierno corporativo no puede desentenderse del contexto cultural, político social y económico en que la empresa desarrolla su actividad (OLCESE, 2005).

Parece evidente pensar que el sistema de gobierno corporativo de un determinado país y el predominio de unos mecanismos de supervisión frente a otros, bien sean de carácter interno o externo, estarán fuertemente influenciados por el marco institucional de ese país, es decir, por el entorno en el cual se desarrollan. Así lo corroboran recientes trabajos (ROE, 2000, 2002, 2003, 2004; FRANCIS *et al.*, 2001; DENIS y MCCONNELL, 2003), dentro de la línea de investigación iniciada por RAJAN y ZINGALES (1995) y LA PORTA *et al.* (1997, 1998, 2000a, 2000b, 2002), donde se pone de manifiesto las diferencias legales existentes entre los distintos entornos económicos internacionales, así como la relevancia del marco institucional a la hora de tomar decisiones en el seno de la empresa. Los problemas de gobierno corporativo difieren en función del contexto en que tienen lugar, y sus posibles soluciones también (LÓPEZ DE FORONDA, 2004). Para ROE (2000:16) «las naciones con bajos costes de agencia necesitarán menos mecanismos de control», es decir, cuando, por ejemplo, el conflicto entre directivos y accionistas sea diferente en un país que en otro, puede que no compense la utilización de las mismas herramientas para solucionarlo.

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

Existen, pues, elementos concretos del marco institucional que influyen en la configuración de los sistemas de gobierno, manifestándose una variabilidad de dichos sistemas, mayor entre países o áreas de influencia (países anglosajones, Asia, Centro Europa) que entre empresas de un mismo país (SALAS, 2002).

El sistema legal de un país se ha considerado un componente clave de su marco institucional, ya que servirá de base para el posterior establecimiento de cada una de las regulaciones promulgadas en el mismo. Para LA PORTA *et al.*, (1997, 1998, 2000a) las diversas tradiciones legales entre los países son posiblemente la principal causa de diversidad entre sus gobiernos corporativos, siendo pioneros en el análisis conjunto de la protección legal del inversor y la concentración de la propiedad para casi cincuenta países.

La legislación de cada país determina los derechos específicos y la protección que los inversores disfrutan en su relación con las empresas, condicionando la estructura de propiedad y la financiación predominante en el mismo, y dando lugar a diversos conflictos y problemas de agencia, propios de cada entorno institucional y que tendrán que ser resueltos a través de un diferente desarrollo y combinación de los instrumentos y mecanismos de gobierno corporativo (LA PORTA *et al.*, 1997). Concretamente, una mayor protección legal del inversor condicionará el comportamiento directivo, limitando la adquisición de beneficios privados de control por parte de los denominados internos, es decir, el desvío de la riqueza de la empresa hacia aquellas personas con capacidad para influir en las decisiones empresariales, a la vez que mitiga los posibles incentivos para maquillar los resultados (HART, 1995; LEUZ *et al.*, 2002; DJANKOV *et al.*, 2005).

Tradicionalmente se distinguen dos sistemas legales básicos de los que han emanado otros secundarios, el sistema basado en el derecho romano o *civil law* y el sistema basado en la ley común

o *common law* (DAVID y BRIERLY, 1985), propios de los países de Europa continental, los primeros, y de los países anglosajones, los segundos. En los países adscritos a la *common law*, la protección legal del inversor es mayor que en los que pertenecen al ámbito del derecho romano (LA PORTA *et al.*, 1997, 1998), de tal manera que los derechos de los accionistas minoritarios se ven arropados en mayor medida. Estas diferencias en el grado de protección accionarial son el origen de otras de naturaleza corporativa, como son las existentes en el grado de concentración de la propiedad, las cuales, a su vez, generan diferentes problemas de agencia que deben resolverse de distinta manera a través de los mecanismos de gobierno.

Dado que los problemas de agencia a resolver en cada caso dependerán de las condiciones ambientales, el patrón de gobierno corporativo diseñado para mitigarlos, se verá condicionado de la misma manera. En los países del ámbito anglosajón, donde existe una mayor dispersión del capital social, el conflicto de intereses se produce entre accionistas y directivos; por contra, en los países donde impera un sistema legal basado en el derecho romano y donde la concentración de la propiedad es mayor, el conflicto se genera cuando los intereses de los grandes accionistas chocan con los de los accionistas minoritarios ⁵ (LA PORTA *et al.*, 1997; JHONSON *et al.*, 2000).

En definitiva, el sistema legal constituye un componente fundamental del entorno, ya que determinará, no sólo las reglas del juego para el desenvolvimiento de la actividad económica, sino también cuestiones tales como la actitud del gobierno hacia las empresas, el nivel de regulación de las actividades económicas, el desarrollo de un modelo de empresa determinado, y, por tanto, la utilización de los mecanismos de gobierno adecuados para cada caso.

6. EL GOBIERNO CORPORATIVO EN ESPAÑA Y EL REINO UNIDO

Llegados a este punto, no podemos afirmar que un modelo de gobierno corporativo sea mejor que otro, la propiedad dispersa mejor que la propiedad concentrada o la financiación a través del mercado mejor que la bancaria, sino que lo realmente importante es cómo las empresas diseñan sus propias estructuras de gobierno corporativo en función de la historia, cultura y tradición político-legal de los países donde desarrollan su actividad (OLCESE, 2005). Para SHLEIFER y VISHNY (1997), los sistemas de gobierno corporativo europeo, japonés y anglosajón son equivalentes a la hora de garantizar una supervisión efectiva sobre los directivos, contribuyendo de igual manera al éxito económico de cada una de estas naciones. La interacción de los mecanismos externos de gobierno corporativo y los internos empleados por las empresas compensará las deficiencias iniciales de las que se parta en cada marco institucional, dando como resultado la búsqueda de un sistema de gobierno corporativo eficiente, sobre la base de las circunstancias sociales, políticas y legales en las que la empresa está inmersa.

España y el Reino Unido se comportan como fieles representantes de cada uno de los patrones de gobierno anteriormente descritos, del modelo europeo continental y del modelo anglosajón, res-

⁵ El problema entre grandes y pequeños accionistas fue definido por JHONSON *et al.*, (2000) como *tunnelling*, haciendo referencia a la transferencia de activos y beneficios de la empresa a favor de los accionistas que ejercen el control sobre la dirección.

pectivamente. A continuación resumimos las características del gobierno empresarial predominante en cada uno de estos dos países, para pasar a realizar en el epígrafe siguiente un análisis empírico que nos permita contrastar el efecto conjunto de los mecanismos internos de gobierno y la influencia del sistema legal en la creación de valor de las empresas españolas y británicas.

6.1. El gobierno de la empresa en España.

En contraposición al modelo anglosajón, el sistema legal europeo basado en el derecho romano, donde se incluye la legislación española, ofrece una menor protección legal al inversor. El desamparo legal al que se ven expuestos los accionistas minoritarios, junto con la existencia de mercados de capitales menos líquidos, hace que la propiedad se concentre para defender sus intereses, ganando protagonismo los accionistas significativos que sí tienen incentivos para estar pendientes de la gestión de sus empresas. El refrán «al ojo del amo engorda el caballo» resume perfectamente la tradición empresarial en nuestro país, que sugiere que una correcta gestión requiere una estrecha supervisión.

Asimismo, el predominio de participaciones accionariales cruzadas y la estrecha relación con la banca, ponen de manifiesto la existencia de contratos implícitos basados en la confianza, que solamente pueden mantenerse en un modelo pluralista de empresa.

En España la tradición es que las empresas tengan un consejo de administración monista, aunque desde la entrada en vigor de ley que regula la Sociedad Anónima Europea se permite a las empresas domiciliadas en nuestro país bajo esta forma jurídica que opten por un sistema de administración dual.

Por otra parte, en España como en el resto de los países de la Europa Continental predomina la regulación pública, la cual encuentra parte de su justificación en la necesidad de dotar a las normas de una mayor capacidad coercitiva. Esto no implica que no existan organizaciones profesionales que participen en dicha regulación, con potestad para emitir normas destinadas a sus miembros y con capacidad para exigir coactivamente su cumplimiento. De hecho, en muchos países han sido las corporaciones profesionales las que han demostrado la iniciativa en esta materia emitiendo recomendaciones voluntarias al respecto.

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

6.2. El gobierno de la empresa en el Reino Unido.

«El Reino Unido es un país extraño» (FRANKS *et al.*, 2005: 582). Éstas son las palabras que utilizan FRANKS *et al.*, (2005) para definir un país sin propiedad concentrada, sin estructuras piramidales, donde la propiedad familiar es insignificativa y existe un mercado de capitales líquido que ejerce un control corporativo activo.

El Reino Unido comparte modelo de gobierno corporativo con el resto de países anglosajones, Estados Unidos en mayor medida, pero también con otros como Australia o Nueva Zelanda (LA PORTA *et al.*, 1998). Este modelo se caracteriza por un sistema legal basado en la *common law* que protege en gran medida a los inversores, mostrando, sin embargo, indiferencia frente al resto de participantes en la empresa. Esta legislación, junto con la existencia de mercados líquidos y bien organizados, según RAJAN y ZINGALES (2003) uno de los mercados de capitales más grandes e importantes del mundo durante todo el siglo XX, fomenta el predominio de estructuras de capital disperso, donde no es necesario la existencia de accionistas significativos que supervisen la actuación directiva, sino que el control sobre la dirección se deja en manos del mercado, dada la falta de incentivos que poseen los accionistas minoritarios y los inversores institucionales⁶. Estas empresas se financian en el mercado de valores, y el peso de la banca, tanto como proveedor como accionista, es insignificante en comparación con los mercados europeo y japonés. El consejo de administración es de carácter monista, siendo los consejeros independientes la clave para una supervisión eficiente del equipo directivo.

En cuanto al proceso de codificación del gobierno corporativo, el Reino Unido fue el país europeo pionero en la publicación de un código de buen gobierno. En diciembre de 1992 vio la luz el Informe Cadbury⁷, el cual ha servido de referencia para códigos posteriores de todo el mundo. Dicho informe fue elaborado por una comisión liderada por Adrian CADBURY, formada por miembros de *The Financial Reporting Council* (FRC) y de la Bolsa de Londres. Anteriormente, en febrero de 1991, la corporación profesional *Institute of Chartered Secretaries & Administrators* ya había publicado un código de buen gobierno, a la par que en abril de ese mismo año el *Institutional Shareholders Committee* publicaba una declaración de buenas prácticas para los accionistas institucionales del Reino Unido. Desde entonces hasta 2008, se han publicado en este país hasta veintitrés escritos sobre gobierno corporativo, cuyo resultado final es una serie de códigos combinados de las recomendaciones expuestas durante estos diecisiete años, como son *The Combined Code on Corporate Governance* de julio de 2003, revisado por última vez en junio de 2008.

Por otra parte, comprobamos que en los países anglosajones como el Reino Unido predomina la regulación profesional, es decir, la regulación recae en organizaciones profesionales de carácter privado. La justificación de la regulación profesional descansa en la presunción de que la persona más idónea para emitir un juicio sobre el trabajo de un profesional es otro profesional (TÚA, 1983), y, por lo tanto, la persona más idónea para elaborar normas a partir de las cuales dicho trabajo debe llevarse a cabo, será otro profesional (PEÑA, 2000).

⁶ En la década de los años noventa del siglo XX, aproximadamente dos terceras partes del capital de las empresas cotizadas del Reino Unido estaba en manos de inversores institucionales (FRANKS y MAYER, 1997).

⁷ Realmente denominado *Report of the Committee on Financial Aspects of Corporate Governance*, pero conocido, como muchos otros, por el nombre del presidente de la comisión que lo elaboró.

7. ANÁLISIS COMPARATIVO DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN ESPAÑA Y EL REINO UNIDO: METODOLOGÍA, VARIABLES Y MUESTRA

Una vez que contamos con el marco teórico que sustenta las diferencias internacionales en el gobierno corporativo, pasamos a los aspectos metodológicos de la investigación empírica comparativa que hemos realizado en este trabajo, junto con los resultados obtenidos en el mismo. Así, en primera instancia presentaremos el modelo explicativo de nuestro trabajo, para posteriormente detallar las fuentes de información y la muestra utilizada, para continuar en el siguiente apartado con los resultados obtenidos tanto en el análisis descriptivo como en el análisis multivariante de regresión.

La finalidad de este trabajo no es analizar una muestra de empresas pertenecientes a una multitud de países a lo largo del mundo, como viene siendo lo habitual en los últimos estudios publicados, sino realizar un estudio comparativo dentro de la Unión Europea entre los dos países objeto de análisis, haciendo hincapié en las diferencias legales como origen de otras de naturaleza corporativa.

El objetivo del análisis empírico propuesto es contrastar, a través de una regresión de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO), la asociación entre la creación de valor y los mecanismos de gobierno articulados por las empresas en dos marcos institucionales diferentes. Para ello vamos a utilizar dos muestras de empresas, una de empresas españolas y otra de empresas pertenecientes al Reino Unido. Con el fin de condensar las características propias de cada marco institucional introduciremos en nuestro análisis la protección legal recibida por los inversores en cada país, variable representativa del entorno legal en el que las empresas desarrollan su actividad.

7.1. Modelo de regresión y variables.

La regresión por medio de MCO⁸ se utiliza para probar la asociación entre una variable dependiente y un conjunto de variables explicativas. En nuestro caso, la creación de valor constituye la variable dependiente y como variables independientes se incluyen las relacionadas con la estructura de gobierno de la empresa y del marco institucional donde la empresa se desenvuelve. Utilizamos para el análisis un conjunto de empresas pertenecientes a dos países de la Unión Europea, España y el Reino Unido, durante el periodo 2000-2003, y se llevan a cabo dos modelos, uno al que denominamos global, donde se realiza el análisis de regresión considerando toda la muestra de forma conjunta y otro que denominamos individual, en el que se lleva a cabo el análisis de regresión segmentando la muestra por marco institucional, es decir, diferenciando entre las empresas pertenecientes a España y al Reino Unido, con el fin de comprobar si los resultados cambian de manera significativa. El modelo de regresión múltiple es el siguiente:

$$CV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CP_{it} + \beta_2 ENDEU_{it} + \beta_3 LNCON_{it} + \beta_4 PL_{it} + \beta_5 EC_{it} + \beta_6 LTAM + \beta_7 EDAD_{it} + \varepsilon_{it}$$

⁸ Todos los modelos son series de tiempo de corte transversal y fueron estimados mediante el método MCO.

Donde,

CV	Creación de valor
CP	Concentración de la propiedad
ENDEU	Endeudamiento de la empresa
LNCON	Tamaño del consejo (en su logaritmo neperiano)
PL	Protección legal
EC	Cotización en bolsa
LTAM	Logaritmo del total activo
EDAD	Número de años de la empresa

7.1.1. Creación de valor:

La variable dependiente de nuestro modelo es la creación de valor de las empresas medida como el *cash flow* de las operaciones sobre el activo total. En cuanto a la medida de la creación de valor utilizada es necesario hacer algunas matizaciones. Estudios previos han empleado diversas medidas de la creación de valor, que pueden clasificarse en dos grupos: por un lado, aquellos trabajos que centran su análisis en medidas contables y, por otro, los que emplean la aproximación a la *q* de Tobin ⁹.

En este trabajo hemos optado por las primeras, es decir, en medidas contables como *proxy* de la creación de valor. Siguiendo a HEALY *et al.* (1992), KOTHARI *et al.* (2005) y TEHRANIAN *et al.* (2006), la creación de valor es medida como el *cash flow* de las operaciones dividido por el activo total, lo que estos autores denominan como CFROA¹⁰ (CV). La razón de estimar la creación de valor mediante esta medida contable y no mediante la tradicional *q* de Tobin utilizada en la mayoría de literatura sobre el tema, se debe fundamentalmente a que la disponibilidad de datos de mercado se restringe al conjunto de empresas que cotizan en los mercados de valores. Sin embargo, nuestra muestra al contar con empresas tanto cotizadas como no cotizadas, ocasiona que la estimación de la *q* de Tobin resulte complicada. Sin embargo, cabe señalar que esta medida financiera ofrece ciertas ventajas sobre la *q* de Tobin, además de ser una medida alternativa de la creación de valor. De acuerdo con TEHRANIAN *et al.* (2006) mientras que la *q* de Tobin refleja oportunidades de crecimiento –y de forma más general, expectativas de futuros proyectos de inversión– y el impacto de esos factores sobre el valor de mercado de la compañía, nuestra medida de creación de valor –*performance* en terminología anglosajona– es una medida más concentrada en el *performance* actual. Por ejemplo, la *q* de Tobin de una empresa con una medida de creación de valor o rendimiento bajo, puede ser inflada por las expectativas de una puja alta en una OPA, mientras que este tipo de consideraciones no afectan a nuestra medida como *proxy* de la creación de valor. No obstante, a pesar de que se pueden enumerar diferentes ventajas e inconvenientes con respecto a la eficacia de la confianza en un sistema de indicadores (basados en contabilidad) u otro (basado en el mercado), nosotros utilizamos indicadores

⁹ Para un mayor detalle de las diferencias entre estas medidas véase DEMSETZ y VILLALONGA (2001).

¹⁰ Esta medida de creación de valor es lo que TEHRANIAN *et al.* (2006) denominan como *cash flow* ROA, la cual incluye la depreciación así como también el beneficio neto en el numerador.

contables como medida de creación de valor dada la imposibilidad de obtener valores de mercado para todas las empresas de la muestra.

7.1.2. *Concentración de propiedad.*

La variable sobre estructura de propiedad de la empresa (CP) viene determinada por el porcentaje de propiedad en manos del principal accionista de la compañía. Esta variable ha sido incluida con el fin de analizar los incentivos que pueden tener los principales accionistas para realizar las labores de supervisión y control sobre el funcionamiento de la empresa. Los resultados en los coeficientes de esta variable nos permitirán determinar si la concentración de propiedad tiene algún efecto sobre la creación de valor.

7.1.3. *Consejo de administración.*

El tamaño del consejo (LNCON) viene determinado por el logaritmo del número total de consejeros que integran el consejo de administración. Por medio de esta variable, podremos analizar si el tamaño del consejo tiene algún efecto sobre el resultado de la compañía.

7.1.4. *Endeudamiento.*

El endeudamiento (ENDEU) está definido como el pasivo exigible sobre el pasivo total. Representa la financiación externa de la empresa y, por lo tanto, un mecanismo de control extra que ayuda a vigilar el desempeño de la compañía.

7.1.5. *Protección legal.*

La variable de protección legal (PL) está basada en el trabajo de DJANKOV *et al.* (2005) en el cual los autores desarrollan una nueva medida de protección al inversor relacionada de forma mucho más directa con el control de transacciones encubiertas. Esta nueva medida está determinada por el *anti-self-dealing Index*¹¹, un índice de protección a los accionistas minoritarios que mide el grado en que se pueden evitar legalmente las transacciones encubiertas en beneficio propio por las personas que controlan la empresa. Se mide de 0 a 1, reflejando una mayor protección al inversor cuanto se aproxima más a 1. Esta variable permite identificar uno de los principales focos de diferencias institucionales entre países, la protección legal ofrecida al inversor. La protección legal es diferente en cada país y puede influir sobre el diseño del resto de mecanismos de control al alcance de las empresas y tener repercusiones importantes sobre la creación de valor.

¹¹ Para la elaboración de este índice, los autores se basan en una muestra de 72 países y sus datos están fundamentados en respuestas al cuestionario completado por los delegados de *Lex Mundi Law Firms*, asociación de asesorías jurídicas internacionales con miembros en 108 países. Este índice trata la forma en la que las leyes corporativas se ocupan de las transacciones encubiertas. Inicialmente, los autores consideran una transacción encubierta ficticia y después van midiendo los obstáculos que los gestores deben salvar con el objetivo de conseguir que esa transacción se lleve a cabo.

7.1.6. *Variables de control.*

Siguiendo la literatura previamente analizada, hemos incluido el tamaño de la empresa (LTAM) el cual está definido como el logaritmo del activo total de la compañía, así como su edad (EDAD). Además, hemos incluido una variable de control adicional denominada cotización en bolsa (EC), la cual está determinada por una variable binaria que toma valor 1 si la empresa cotiza en bolsa y 0 si no lo hace. Se decidió incluir esta variable debido a que la muestra consta de empresas tanto cotizadas como no cotizadas, lo que nos abre la posibilidad de analizar si el hecho de salir a bolsa tiene algún efecto en el resultado de la compañía.

7.2. **Fuentes de información y muestra.**

La principal fuente de información utilizada en este trabajo de investigación es la base de datos *Amadeus*, la cual nos ha permitido obtener la información económico-financiera, así como relativa a la propiedad y el control de las empresas pertenecientes a nuestra muestra.

La **tabla 1** nos muestra el número de empresas por país, así como el número total de observaciones con que se cuenta. Dicha muestra se ha construido tomando un conjunto de empresas españolas y británicas; cotizadas y no cotizadas; pertenecientes a la industria manufacturera, con el fin de eliminar empresas pertenecientes a sectores objeto de regulaciones específicas como pueden ser las entidades financieras, aseguradoras, sociedades de inversión mobiliaria, telecomunicaciones o farmacéuticas; con un tamaño igual o superior a 50 trabajadores; y con una cifra de activo igual o superior a 27.000 euros para cada año analizado (2000-2003).

TABLA 1. *Número de empresas por país que conforman la muestra utilizada para la estimación del modelo propuesto.*

País	Años	N.º de empresas
España	2000	111
	2001	111
	2002	111
	2003	111
	Total España	444
Reino Unido	2000	105
	2001	105
	2002	105
	2003	105
	Total Reino Unido	420
Total Muestra		864

En principio, se disponía de 290 empresas, de las cuales se eliminaron 74 al no contener sus estados financieros información suficiente o debido a la falta de continuidad en las mismas y no haber información disponible para los años que comprenden el periodo de análisis. Las 216 empresas que componen la muestra final, pueden considerarse representativas del tejido industrial de los dos países objeto de estudio.

8. RESULTADOS DEL ANÁLISIS EMPÍRICO

8.1. Análisis descriptivo.

La estadística descriptiva de las variables utilizadas para la estimación empírica, se presenta en la **tabla 2**, separada por países.

Como podemos apreciar, la variable creación de valor (CV) presenta valores medios similares para ambos países, es de 0,121 para las empresas españolas y de 0,123 para las empresas británicas.

En cuanto a los mecanismos internos de gobierno corporativo a disposición de la empresa para ejercer un mayor control sobre la actuación de los gerentes, observamos que la concentración de propiedad, medida a través de la participación del principal accionista es de media el 90% para las empresas españolas, mientras que para el Reino Unido es de sólo del 36%, poniendo de manifiesto las diferencias en la importancia del papel que juega la concentración de propiedad en uno y otro marco institucional. La variable endeudamiento (ENDEU) muestra un valor de 0,68 para las empresas españolas, mientras que para las empresas británicas presenta un valor de 0,63, lo que nos deja ver que, en promedio, las empresas españolas de la muestra objeto de análisis presentan una ratio de endeudamiento similar aunque ligeramente superior que las británicas. La variable sobre tamaño del consejo, número de consejeros (LNCON) nos dice que los consejos de administración de las empresas españolas son en promedio más grandes que los consejos de las empresas británicas.

TABLA 2. *Estadística descriptiva de las variables del análisis de regresión.*

Empresas Españolas				
Variable	Media	Desviación Típica	Mínimo	Máximo
CV	0,121	0,096	-0,169	0,526
CP	0,90	0,989	0,01	0,99
ENDEU	0,68	0,276	0,11	2,68
NCONS	7,04	4,036	1,00	17
PL	0,37	0	0,37	0,37
EC	0,038	0,191	0	1
.../...				

.../...				
EDAD	33,27	21,254	6	89
LTAM	13,09	0,798	10,75	15,23
Empresas Británicas				
Variable	Media	Desviación Típica	Mínimo	Máximo
CV	0,123	0,134	-0,648	0,668
CP	0,36	0,189	0,01	0,99
ENDEU	0,63	0,216	0,08	1,06
NCONS	5,90	2,243	2	13
PL	0,93	0	0	0,93
EC	0,17	0,377	0	1
EDAD	43,042	26,194	2	96
LTAM	12,74	0,724	10,73	14,74

En relación con el marco institucional, el índice de protección legal (PL), el cual representa el grado en que se pueden evitar legalmente las transacciones encubiertas en beneficio propio por personas que controlan la empresa y que supone una mayor protección para el resto de inversores, presenta un promedio de 0,37 para España y 0,93 para el Reino Unido. Considerando que este índice fluctúa entre los valores de 0 y 1, nos deja ver, de forma general, que la protección legal con la que cuentan las empresas españolas, enmarcada dentro del derecho romano, es mucho menor que con el que cuentan las británicas, cuya legislación se basa en la ley común.

Por último, la variable de control logaritmo del activo total de la empresa (LTAM) es similar en ambas muestras de empresas, de 13,09 para empresas españolas y de 12,74 para las británicas, y la variable edad (EDAD) refleja que las empresas británicas presentan, en promedio, una mayor antigüedad que las españolas, siendo de 33,27 años para empresas españolas y de 43,04 para las británicas.

De este primer análisis exploratorio podemos concluir que a pesar de no existir diferencias aparentes en la creación de valor de las empresas españolas y británicas, sí existen diferencias en la protección legal que el marco institucional les ofrece y en la articulación que hacen estas empresas de sus mecanismos de gobierno. Nos podríamos preguntar si el diferente punto del que parten estas empresas en el diseño de tales mecanismos, la protección legal ofrecida a los inversores, no hace que el resto de mecanismos compensen o sustituyan este mayor o menor control por una menor o mayor utilización de dichos mecanismos, llegando finalmente a un mismo fin o resultado.

8.2. Análisis de correlación.

Consistente con la estadística descriptiva mostrada en la **tabla 2**, en el Anexo I presentamos una tabla de correlaciones de Spearman ¹², la cual nos indica que la variable de concentración de

¹² La tabla de correlación se presenta a nivel global, es decir, incluyendo empresas españolas y británicas. Los análisis de correlación de forma separada no difieren mucho de las obtenidas en el análisis global razón por la que se presenta sólo este análisis.

propiedad (CP) presenta una asociación positiva con la creación de valor. Este resultado es coherente con la hipótesis de que una mayor supervisión sobre el funcionamiento de la empresa proveniente de una estructura de propiedad concentrada redundará en una mayor creación de valor. De igual forma, la protección legal (PL) muestra una correlación positiva con la creación de valor, lo que nos deja ver, a primera instancia, que la presencia de estos mecanismos de gobierno en la empresa son elementos relevantes para la creación de valor y que ambos pueden tener un efecto sustitutivo. Es decir, cuando existe una menor protección legal ofrecida al inversor ante las actuaciones oportunistas de los gerentes, el nivel de concentración de la propiedad es mayor, y, cuando la propiedad es dispersa, la falta de control por parte del accionariado se suple con una mayor protección legal.

La asociación entre el número de consejeros de que consta el consejo de administración (LNCON) y la creación de valor muestra una relación negativa, lo cual es consistente con la hipótesis de que consejos pequeños conducen hacia una mayor creación de valor. Del mismo modo, el endeudamiento (ENDEU) presenta una asociación negativa con el resultado de la compañía. Finalmente las variables de control cotización en bolsa (EC), tamaño (LTAM) y edad (EDAD) presentan una asociación positiva con la creación de valor.

8.3. Resultados del análisis de regresión.

Hemos utilizado el programa Stata 8 para la estimación de los dos modelos propuestos. El modelo global (**tabla 3**), donde se lleva a cabo el análisis de regresión relacionando la creación de valor con las variables explicativas del modelo considerando toda la muestra de forma conjunta, es decir, sin diferenciar entre empresas españolas y británicas, y un segundo modelo segmentando la muestra por países (**tabla 4**), para analizar si la influencia de estos mecanismos de gobierno sobre la creación de valor es diferente dependiendo del marco institucional en el que la empresa desarrolla su actividad.

TABLA 3. Resultados de la estimación del modelo global.

	CV
CP	0,173 (14,35)**
ENDEU	- 0,251 (3,57)**
LNCON	- 0,015 (2,84)*
PL	0,119 (21,74)**
EC	0,195 (25,64)**
	.../...

.../...	
EDAD	0,009 (8,48)**
LTAM	0,758 (8,13)**
Constante	0,189 (5,02)**
R²	0,02
Valor absoluto del t estadístico en paréntesis. + Significativo al 10%. * Significativo al 5%. ** Significativo al 1%.	

TABLA 4. Resultados de la estimación del modelo individual.

Empresas Españolas		Empresas Británicas	
	CV		CV
CP	0,015 (28,89)**	CP	- 0,069 (9,80)**
ENDEU	- 0,162 (9,95)**	ENDEU	- 0,178 (13,58)**
LNCONS	- 0,002 (2,30)*	LNCONS	- 0,054 (4,37)**
EC	- 0,015 (1,77)+	EC	0,010 (0,89)
EDAD	0,002 (1,69)+	EDAD	0,005 (3,66)**
LTAM	0,002 (0,61)	LTAM	0,049 (16,72)**
Constante	0,243 (5,28)**	Constante	0,818 (21,00)**
R²	0,13	R²	0,23
Valor absoluto del t estadístico en paréntesis. + Significativo al 10%. * Significativo al 5%. ** Significativo al 1%.		Valor absoluto del t estadístico en paréntesis. + Significativo al 10%. * Significativo al 5%. ** Significativo al 1%.	

Tal y como se recoge en la **tabla 3**, tanto la protección legal a los inversores como la concentración de la propiedad tienen una relación significativamente positiva con la creación de valor, es decir, incrementos en estas dos variables son factores asociados a mejores resultados. El resultado

arrojado por la concentración de la propiedad en manos del principal accionista sugiere que una mayor concentración de propiedad es un factor asociado con una mejora en el resultado de la empresa, hipótesis tradicional de que la concentración de propiedad proporciona una supervisión más estrecha sobre el funcionamiento de la compañía, conduciendo hacia una mayor creación de valor. De igual forma, el signo positivo de esta relación se sigue manteniendo cuando estimamos el modelo individual considerando sólo empresas españolas (**tabla 4**). Sin embargo, cuando consideramos las empresas pertenecientes al Reino Unido, el signo pasa a ser negativo, indicando una disminución en la creación de valor en las empresas de este país a medida que se concentra la propiedad.

Bajo este escenario, los resultados obtenidos muestran que la estructura de propiedad actúa de forma diferente dependiendo del entorno institucional en el que la empresa desarrolle su actividad. Este hecho puede tener su razón de ser en la protección legal de los inversores, ya que en el caso de las empresas españolas observamos una importante concentración de la propiedad que compensa la menor protección con que cuentan los inversores bajo el marco institucional imperante, tal y como veíamos en el análisis descriptivo (**tabla 2**), lo que ocasiona que los propietarios se concentren y busquen una participación activa en el proceso de toma de decisiones que genere una mayor creación de valor. Mientras que, por otro lado, en las empresas británicas correspondientes al modelo anglosajón, la mayor protección legal con la que cuentan los inversores bajo este marco institucional, ocasiona que la concentración de la propiedad se convierta en un mecanismo de gobierno redundante, llevando incluso a disminuir el valor de la compañía.

Por tanto, la evidencia obtenida parece mostrar que la relación significativa entre las estructuras de propiedad concentradas y el valor de la empresa en países no pertenecientes al entorno anglosajón puede ser debido al marco institucional imperante, concretamente, a la existencia de sistemas legales débiles. Es decir, sin una fuerte protección legal de los derechos de los inversionistas, la concentración de la propiedad se torna necesaria. La relación negativa entre estructura de propiedad y el valor de la empresa en países como el Reino Unido puede significar simplemente que la fuerte protección con que cuentan los accionistas permite a las empresas funcionar de forma eficiente evitando la necesidad de incurrir en mecanismos de control adicionales como la concentración de la propiedad.

Asimismo, consideramos también la influencia que el tamaño del consejo de administración, medido a través del número de consejeros, pudiese tener sobre el resultado de la empresa. Como se pone de manifiesto en la **tabla 3**, los resultados obtenidos para el conjunto de empresas españolas y británicas muestran una relación negativa entre el tamaño del consejo y la creación de valor, siendo esta relación estadísticamente significativa. Tenemos pues, una fuerte evidencia de que cuanto mayor sea el tamaño del consejo de administración menor creación de valor se generará en la empresa, sugiriendo que en consejos con un elevado número de miembros, los beneficios relativos a la mayor diversidad de opiniones se ven superados por los costes relativos a la menor operatividad y flexibilidad a la hora de tomar decisiones. Del mismo modo, los resultados obtenidos en el modelo individual, para empresas tanto españolas como británicas por separado, presentan también una relación negativa y significativa de estas variables con la dependiente, lo cual prueba la efectividad de consejos de administración pequeños como mecanismo de supervisión en el proceso de maximización del valor de la compañía.

Por lo que respecta a la influencia de la deuda en la creación de valor, los resultados presentados en las **tablas 3 y 4** ponen de relieve la existencia de una relación negativa estadísticamente significativa entre ambas variables, con lo que tenemos evidencia a favor de que altos niveles de endeudamiento conducen a una menor creación de valor en la compañía, tanto en el modelo global como en los modelos individuales de empresas españolas y británicas. Este hecho refleja una relación contraria a la planteada por JENSEN (1986) en la hipótesis del *free cash flow*.

La explicación que puede tener que la deuda se comporte de igual manera en marcos institucionales distintos puede estar relacionada con los problemas de agencia y las asimetrías de información que difieren en función del entorno institucional en el que la empresa desarrolla su actividad. En el caso de España, como hemos podido apreciar, la estructura de propiedad juega un papel fundamental en el ejercicio de una mayor supervisión por parte de los dueños de la compañía, quienes no precisan de la ayuda de más agentes para desempeñar esta labor, con lo cual, los mayores niveles de endeudamiento lejos de generar un impacto positivo en el valor de la compañía lo disminuirán, aumentando la mayor probabilidad de no poder hacer frente a las obligaciones contraídas. Sin embargo, en el Reino Unido uno de los mecanismos que juega un papel fundamental es precisamente el propio marco institucional y la mayor protección al inversor que de éste se desprende. Por tanto, esta mayor protección de los inversores es lo que permite a las empresas funcionar de manera eficiente sin la presencia de mecanismos de gobierno adicionales como la concentración de propiedad o el mayor endeudamiento, los cuales, de acuerdo a la evidencia obtenida, reducen la creación de valor en lugar de fomentarla. En definitiva, el control corporativo a través de la deuda en ambos países es un mecanismo redundante.

Así pues, se confirma la diferente relación entre los mecanismos de gobierno y la creación de valor dependiendo del marco institucional en el que se encuentre la compañía y la menor relevancia de la deuda en la creación de valor en presencia, por un lado, de un accionariado concentrado y, por otro, de una mayor protección legal. Tal y como señalan REDIKER y SETH (1995) y COLES *et al.* (2001), se produce un efecto de sustitución entre estos mecanismos de gobierno, de tal forma que la empresa que no utilice la deuda, será porque hace énfasis en mecanismos como la concentración de propiedad o la mayor protección legal –dependiendo del marco institucional– si quieren obtener un mejor resultado.

Finalmente, con respecto a las variables de control incluidas en el modelo, los resultados obtenidos son interesantes principalmente con respecto a la variable de cotización en bolsa, ya que en el modelo global esta variable se encuentra positivamente correlacionada con la creación de valor, lo cual muestra los efectos benéficos que para la empresa genera el acceder al mercado de valores. Asimismo, el signo positivo de esta variable se sigue manteniendo cuando pasamos al modelo individual, concretamente, cuando consideramos sólo las empresas pertenecientes al Reino Unido. No obstante, la variable cambia de signo cuando consideramos las empresas pertenecientes al entorno español, pasando de positivo a negativo. Estos resultados parecen evidenciar la presencia de diferencias en los mercados de capitales de ambos países, de tal manera que en un mercado sumamente líquido como el inglés, el que una empresa llegue a cotizar en bolsa tiene un efecto beneficioso en el valor de la misma, mientras que en el mercado español, menos organizado y líquido, aunado a la menor protección con la que cuentan los inversores minoritarios parece indicar que la salida a bolsa no tiene efectos positivos en la creación de valor. Finalmente, con respecto a las dos variables de control restantes, tamaño (LTAM) y edad (EDAD), ambas presentan una relación positiva con la creación

de valor, además de ser significativa, lo que pone de manifiesto su relación con la creación de valor, tal y como podemos ver tanto en el modelo global como en el caso de las empresas británicas, donde el tamaño y la antigüedad se relaciona positivamente con la creación de valor.

9. CONCLUSIONES

Tal y como hemos comentado a lo largo de este trabajo, el estudio del gobierno de la empresa ha pasado por diferentes etapas hasta nuestros días y los resultados obtenidos a lo largo de los años no siempre han sido unánimes en sus conclusiones.

Haciendo referencia a las dos principales generaciones de trabajos en la investigación del gobierno corporativo, y situándonos en la primera de ellas, el análisis del gobierno de la empresa solía centrarse en un solo país o en un número muy reducido de países, por lo cual las consideraciones sobre marcos institucionales y legales apenas eran tenidas en cuenta. Esto era lógico ya que al reducirse la muestra a un solo país, las diferencias internacionales cobraban poca importancia. Si por el contrario nos situamos en la llamada segunda generación, el estudio del gobierno de la empresa se internacionaliza, surgiendo trabajos en países distintos a los Estados Unidos, y las diferencias entre marcos institucionales y legales empiezan a tomar especial relevancia en la forma de articular los mecanismos de control.

De esta manera, comienza a gestarse una nueva forma de concebir el gobierno de la empresa, la cual se basa, por un lado, en el análisis comparativo entre sistemas de gobierno corporativo en diferentes países y, por ende, en distintos marcos institucionales (LA PORTA *et al.*, 1997, 1998, 2000a; FRANCIS *et al.*, 2001; LEUZ *et al.*, 2002; DENIS y MCCONNELL, 2003) y, por otro, en el reconocimiento explícito de la interacción entre mecanismos de gobierno, tanto internos como externos, poniendo de manifiesto la capacidad de la empresa para diseñar un sistema de gobierno corporativo eficiente (AGRAWAL y KNOEBER, 1996; REDIKER y SETH, 1995; COLES *et al.*, 2001; BUSHMAN y SMITH, 2001; BHAGAT y JEFFERIS, 2002). Así, nuestro trabajo podría ubicarse dentro de esta última generación de investigaciones, teniendo por objeto analizar las relaciones que existen entre diferentes mecanismos de gobierno, tales como la estructura de propiedad, el consejo de administración y el endeudamiento, así como su efecto sobre la creación de valor, considerando a la vez el entorno institucional en el que la empresa desarrolla su actividad.

Para ello, nos hemos basado en una muestra de 216 empresas pertenecientes a España y el Reino Unido durante el periodo 2000-2003. En primer lugar, hemos considerado la muestra de forma conjunta, con el fin de obtener unas primeras conclusiones sobre la estructura de propiedad, el consejo de administración, la deuda, el marco institucional y su impacto sobre el resultado de la compañía. En segundo lugar, se vuelve a estimar el modelo segmentando la muestra en función del marco institucional, es decir, diferenciando entre las empresas pertenecientes a España y al Reino Unido, con el fin de comprobar si los resultados cambian de manera significativa.

En el análisis global obtenemos que tanto la concentración de la propiedad como la protección legal del inversor tienen una relación positiva estadísticamente significativa con la creación de valor.

Sin embargo, cuando analizamos de manera separada empresas españolas y británicas, los resultados obtenidos muestran un funcionamiento diferente de los mecanismos de gobierno dependiendo del marco institucional en el que la empresa se desenvuelve. La concentración de propiedad no tiene el mismo funcionamiento en España que en el Reino Unido, al mostrar una relación significativa aunque con signo diferente en cada uno de los países, positivo para el primero y negativo para el segundo. El signo positivo entre concentración de propiedad y creación de valor para España puede deberse a la menor protección legal con la que cuentan los accionistas bajo el sistema legal imperante en el país, lo que los lleva a concentrar la propiedad para tener un mayor control sobre la compañía buscando participar de forma activa en la gestión de ésta, orientándola hacia la creación de valor. Por otro lado, en el Reino Unido la relación negativa entre estas dos variables se debe a la mayor protección legal con la que cuentan los inversores, permitiendo a las organizaciones funcionar de forma adecuada sin la intervención de los accionistas, por lo que elementos como la concentración de propiedad se vuelven mecanismos de gobierno redundantes que lejos de aportar valor a la empresa lo disminuyen, poniéndose de manifiesto un efecto sustitución entre ambos.

Por otro lado, se observa que los consejos de administración pequeños contribuyen de forma significativa a la creación de valor de la compañía, ya que los resultados obtenidos, tanto en el modelo global como en el individual, arrojan una relación inversa entre estas dos variables dejando ver que los posibles beneficios de una mayor supervisión sobre la gestión de la compañía por parte de consejos numerosos se ve superada por los problemas de coordinación e información que pudiesen surgir en el proceso de toma de decisiones. Por tanto, la existencia de consejos de administración pequeños podría plantearse como un mecanismo complementario a la concentración de propiedad en España y a la protección legal del inversor en el Reino Unido.

Adicionalmente, encontramos que la relación entre el nivel de endeudamiento y la creación de valor es negativa en todas las estimaciones realizadas, independientemente del marco institucional que se considere. El razonamiento del comportamiento homogéneo de la deuda en ambos marcos institucionales lo podemos encontrar en la interacción entre mecanismos de gobierno, ya que en ambos casos el efecto de supervisión viene ejercido por otros mecanismos, la propiedad concentrada en España y el sistema legal en el Reino Unido, siendo la deuda un mecanismo redundante en ambos casos.

Hablamos, en definitiva, de mecanismos de gobierno que se sustituyen y complementan dependiendo del marco institucional imperante.

Por último, en relación a las limitaciones de este estudio, sería importante tener en cuenta análisis temporales más amplios, es decir, considerar cómo los mecanismos de gobierno pueden afectar la creación de valor en las empresas a lo largo del tiempo, ya que modelos con base de datos más extensas podrían incorporar efectos temporales en la estimación, lo que nos proporcionaría una visión más amplia de los resultados. Asimismo, resultaría muy interesante madurar la idea de interacción entre mecanismos, ya que permite abrir nuevos caminos en la investigación sobre gobierno de la empresa, puesto que se ha demostrado que los mecanismos de gobierno no son independientes entre sí y que su puesta en marcha está altamente condicionada por el marco institucional de cada país.

Bibliografía

- AGRAWAL, A. y KNOEBER, C.R. [1996]: «Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders», *Journal of Financial an Quantitative Analysis*, 31(3), September, 377-397.
- ANDRÉS, P., AZOFRA, V., y LÓPEZ, F.J. [2005]: «Corporate boards in OECD countries: size composition, functioning and effectiveness», *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 197-210.
- ANDRÉS, P., AZOFRA, V., LÓPEZ, F. y RODRÍGUEZ, J.A. [1996]: «The effects of alternative financial system models on corporate governance», *Association of Teachers of Banking and Finance Annual Conference*. Malta.
- AZOFRA, V. [2004]: «El gobierno de la empresa en perspectiva internacional» en BUENO, E. (Dir. y coord.) *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*, Ediciones Pirámide, Madrid.
- AZOFRA, V., RODRÍGUEZ, J.A. y VALLELADO, E. [1995]: «Estructura de propiedad, endeudamiento y resultados en la gran empresa industrial española: Un enfoque de agencia», *X Jornadas de Economía Industrial*, 129-145.
- BAINBRIDGE, S.M. [2002]: «Why a board? Group decisionmaking in corporate governance», *Vanderbilt Law Review*, 55 (1), January, 2-54.
- BECHT, M., BOLTON, P. y RÖELL, A.A. [2002]: «Corporate Governance and Control», *ECGI-Finance Working Paper 02/2002*.
- BERGER, P.G., OFEK, E. y YERMACK, D. [1997]: «Managerial entrenchment and capital structure decisions», *Journal of Finance*, 52, 1.411-1.438.
- BERGSTRÖM, C. y RYDQVIST, K. [1990]: «The determinants of corporate ownership: An empirical study on Swedish Data», *Journal of Banking and Finance*, vol. 14, 237-253.
- BERLE, A. y MEANS, G. [1932]: *The Modern Corporation and Private Property*. Commerce Clearing House, New York.
- BHAGAT, S., BLACK, B.S. y BLAIR, M. [2004]: «Relational investing and firm performance», *Journal of Finance Research*, 27, 1-30.
- BHAGAT, S. y BOLTON, B. [2008]: «Corporate governance and firm performance», *Journal of Corporate Finance*, 14, 257-273.
- BHAGAT, S. y JEFFERIS, R.H. Jr. [2002]: *The econometrics of corporate governance studies*, Massachusetts Institute of Technology, The MIT Press.
- BILBAO, P. [2003]: *Prácticas de buen gobierno y eficiencia empresarial: un modelo de gobierno corporativo para las empresas del IBEX 35*, Tesis Doctoral, Universidad Pontificia Comillas de Madrid.
- BLACK, B.S. [1990]: «Shareholder passivity re-examined», *Michigan Law Review*, 89, 520-608.
- [1997]: «Institutional investors and corporate governance: The case for institutional voice», en CHEW (1997:160-173) *Studies in international corporate finance and governance systems. A comparison of the U.S., Japan, & Europe*, Oxford University Press.
- BUSHMAN, R.M. y SMITH A.J. [2001]: «Financial accounting information and corporate governance», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32: 237-333.
- CHIDAMBARAN, N.K., PALIA, D. y ZHENG, Y. [2006]: «Does better corporate governance «cause» better firm performance?», *Working Paper, Rutgers Business School*, Newark.
- CHIRINKO, R., VAN EES, H., GARRETSEN, H. y STERKEN, E. [2002]: «Investor protections and concentrates ownership: Assessing corporate control mechanisms in the Netherlands». *Cesifo Working paper*, 864.

- CLAESSENS, S., DJANKOV, S., FAN, J.P. y LANG, L. [2002]: «Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings», *Journal of Finance*, vol. LVII (6), 2741-2772.
- COLES, J.W., MCWILLIAMS, V.B. y SEN, N. [2001]: «An examination of the relationship of governance mechanisms to performance», *Journal of Management*, 27, 23-50.
- CRESPI, R. [1998]: «Determinantes de la estructura de propiedad: Una aproximación al caso español con datos de panel», *Moneda y Crédito*, 206:115-151.
- DAVID, R. y BRIERLEY, J.E. [1985]: *Major legal systems in the world today. An introduction to the comparative study of law*, Tercera Edición, Stevens&sons, Londres.
- DEMSETZ, H. [1968]: «De cost of transacting», *The Quarterly Journal of Economics*, 82, 33-53.
- DEMSETZ, H. y VILLALONGA, B. [2001]: «Ownership structure and corporate performance». *Journal of Corporate Finance*, vol. 7 (3), 209-233.
- DENIS, D. y DENIS, D. [1994]: «Majority owner-managers and organizational efficiency». *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, 91-118.
- DENIS, D.K. y MCCONNELL, J.J. [2003]: «International corporate governance», *Working Paper, 05/2003, Working Paper Series in Finance*, European Corporate Governance Institute.
- DJANKOV, S., LA PORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A. [2005]: «The law and economics of self-dealing», *NBER Working Paper Series, Working Paper 11883*, National Bureau of Economic Research.
- EISENBERG, T., SUNDGREN, S. y WELLS, M.T. [1998]: «Large board size and decreasing firm value in small firms», *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, 35-54.
- FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. [1983]: «Separation of ownership and control», *Journal of Law and Economics*, June, 26: 301-325.
- FANJUL, O. [1998]: «Mercado de capitales y gobierno de las empresas», *Moneda y Crédito*, 206:193-231.
- FERNÁNDEZ, A., GÓMEZ-ANSÓN, S. y FERNÁNDEZ, C. [1998]: «El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español». *Investigaciones Económicas*, vol. 22, 501-516.
- FRANCIS, J., KHURANA, I. y PEREIRA, R. [2001]: «Investor protection laws, accounting and auditing around the World», *SSRN Electronic Library, Working Paper Series*, October.
- FRANKS, J.R., MAYER, C. y ROSSI, S. [2005]: «Spending less time with the family. The decline of family ownership in the United Kingdom», en MORCK, K. [2005]: *A history of corporate governance around the world*, National Bureau of Economic Reserseach, The University of Chicago Press.
- GOERGEN, M. y RENNEBOOG, L. [2001]: «Strong managers and passive institutional investors in the U.K.», en BARCA, F. y BECHT, M. [2001]: *The control of corporate Europe*, Oxford University Press, London.
- GOMPERS, P.A., ISHII, J.L., y METRICK, A. [2003]: «Corporate governance and equity prices». *The Quarterly Journal of Economics*, 118: 107-155.
- GORTON, G. y SCHMID, F. [1996]: «Universal banking and performance of German firms», *Working Paper, 5453, National Bureau of Economic Research*, Cambridge, Massachusetts.
- HANSMANN, H. y KRAAKMAN, R. [2000]: «The end of history for corporate law», *Working Paper, Yale Law School*, New Haven.
- HARRIS, M. y RAVIV, A. [2008]: «A theory of board control and size», *The Review of Financial Studies*, vol. 21, 4, 1.797-1.832.
- HART, O.D. [1995]: *Firms, contracts, and financial structure*, Oxford University Press, London.
- HEALY, P., PALEPU, K.G. y RUBACK, R. [1992]: «Does corporate performance improve after mergers?», *Journal of Financial Economics*, vol. 31, 135-175.

- HIMMELBERG, C., HUBBART, G. y PALIA, D. [1999]: «Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance». *Journal of Financial Economics*, vol. 53, 353-384.
- HOLDERNESS, C. y SHEEHAN, D. [1988]: «The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis». *Journal of Financial Economics*, 20, 317-346.
- HOLDERNESS, C., KROSZNER, R. y SHEEHAN, D. [1999]: «Were the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the great depression». *Journal of Finance*, 54(2), 435-469.
- JENSEN, M.C. [1986]: «Agency costs and free cash flow, corporate finance, and takeovers», *The American Economic Review*, vol. 76, 323-329.
- [1993]: «The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems», *Journal of Finance*, Vol. 48 (3), 831-880.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. [1976]: «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- JENSEN, M.C. y MURPHY, K. J. [1990]: «Performance pay-out and top management incentives». *Journal of Political Economy*, Vol. 98, 225-264.
- JOHN, K. y SENBET, L. W. [1998]: «Corporate governance and board effectiveness», *Journal of Banking and Finance*, 22, 371-403.
- JOHNSON, S., LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. [2000]: «Tunnelling», *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90, 22-27.
- KINI, O., KRACAW, W. y MIAN, S. [1995]: «Corporate takeovers, firm performance, and board composition», *Journal of Corporate Finance*, 1: 383-412.
- KOTHARI, S.P., LEONE, A.J. y WASLEY, C.E. [2005]: «Performance matched discretionary accrual measures». *Journal of Accounting & Economics*, 39, 163-197.
- LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. [1997]: «Legal determinants of external finance», *The Journal of Finance*, Vol. LII, Julio, 3: 1.131-1.150.
- [1998]: «Law and finance». *Journal of Political Economy*. Vol. 52 (3), 1.113-1.155.
- [2000a]: «Investors protection and corporate governance», *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- [2000b]: «Agency problems and dividend policies around the world», *Journal of Finance*, 55 (1), 1-33.
- [2002]: «Investor protection and corporate valuation», *Journal of Finance*, 57(3), 1.147-1.170.
- LEUZ, C., NANDA, D. y WYSOCKI, P.D. [2002]: «Investor protection and earnings management: and international comparison», *Working Paper 4225-01 MIT Sloan School of Management*.
- LÓPEZ DE FORONDA, O. [2004]: *La política de dividendos desde una perspectiva financiera e institucional. Evidencia empírica internacional*. Tesis Doctoral, Universidad de Burgos.
- MATAIX, J. [1997]: «Consejos de administración e inversor institucional», en Círculo de empresarios, *Los consejos de administración españoles en una economía globalizada*, Boletín 62, primer semestre, 325-340.
- MÍNGUEZ, A. y MARTÍN, J.F. [2004]: «El consejo de administración como mecanismo de control: Evidencia para el mercado español», *Working Paper del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE)*, WP-EC 2003-02.
- MORCK, R., SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. [1988]: «Management ownership and market valuation: an empirical analysis». *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 293-315.
- MYERS, S.C. [1977]: «Determinants of corporate borrowing», *Journal of Financial Economics*, vol. 5, 147-175.
- NCUBE, M. [2006]: «Corporate governance, firm valuation and performance». Paper presented at a Conference on «Can Africa Claim the 21st Century», 22-24 November 2006, African Development Bank, Tunis, Tunisia.

- OLCESE, A. [2005]: *Teoría y práctica del buen gobierno corporativo*, Marcial Pons, Madrid.
- PEÑA, A. DE LA [2000]: *Auditoría, tamaño y estructura de gobierno: una evidencia empírica del efecto de la regulación de la auditoría sobre el comportamiento de las empresas de Castilla y León*, Tesis Doctoral, Universidad de Burgos.
- PROWSE, S. [1992]: «The structure of corporate ownership in Japan», *Journal of Finance*, 47 (3), 1.121-1.140.
- [1994]: «Corporate governance in an international perspective: a survey of corporate control mechanisms among large firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany», *BIS Economic Papers*, 41.
- RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. [1995]: «What do we know about capital structure? Some evidence from international data», *Journal of Finance*, 50(5), 1.421-1.460.
- [2003]: «The great reversals: The politics of financial development in the 20th century», *Journal of Financial Economics*, 69, 5-50.
- REDIKER, K.J. y SETH, A. [1995]: «Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms», *Strategic Management Journal*, 16, 85-99.
- RENNEBOOG, L. [2000]: «Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels stock exchange», *Journal of Banking & Finance*, 24, 1.959-1.995.
- ROE, M.J. [1997]: «Comparative corporate governance», *The New Palgrave Dictionary of Economics and The Law*, Palgrave Macmillan.
- [2000]: «Political foundations for separating ownership from corporate control», *Stanford Law Review*, Vol. 53.
 - [2001]: «The shareholder wealth maximization norm and industrial organization», Discussion Paper, 339, *University of Pennsylvania Law Review* 149: 2.063-2.081.
 - [2002]: «Corporate law's limits», *The Journal of Legal Studies*, Vol. XXXI [2]: 233-271.
 - [2003]: «Political determinants of corporate governance: Political context, corporate impact», *Discussion Paper, 451*, Harvard Law School.
 - [2004]: «The inevitable instability of American corporate governance», *Discussion Paper, 493*, Harvard Law School.
- SALAS, V. [2002]: *El gobierno de la empresa*, Colección Estudios Económicos, 29, Servicio de Estudios de la Caixa, Barcelona.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. [1986]: «Large shareholders and corporate control». *Journal of Political Economy*, Vol. 94[3], 461-488.
- [1997]: «A survey of corporate governance», *The Journal of Finance*, Vol. LII (2), 737-783.
- TEHRANIAN H., CORNETT, M.M., MARCUS, A.J. y SAUNDERS, A. [2006]: «Earnings management, corporate governance, and financial performance». *SSRN Working Paper*.
- TÚA, J. [1983]: *Principios y normas de contabilidad*, Instituto de Planificación Contable, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- WIBLIN, M. y WOOD, L.A. [1999]: «Are all agency resolution mechanisms performance enhancing?», *6th Multinational Finance Society Congress*, Toronto.
- WILLIAMSON, O.E. [1983]: «Organizational form, residual claimants, and corporate control», *Journal of Law and Economics*, 26, 351.
- [1996]: *The mechanisms of governance*, Oxford University Press, New York.
- YERMACK, D. [1996]: «Higher valuation of companies with a small board of directors», *Journal of Financial Economics*, 40, 185-212.

ANEXO I

Tabla de Correlaciones de Spearman

	CV	CP	ENDEU	NCON	PL	EC	EDAD	LTAM
CV	1,00	0,03	-0,057	-0,01	0,04	0,05	0,02	0,08
sig.	–	0,31	0,09	0,78	0,19	0,09	0,49	0,00
CP	0,03	1,00	0,09	-0,05	0,03	-0,043	0,02	-0,06
sig.	0,31	–	0,00	0,09	0,339	0,199	0,402	0,05
ENDEU	-0,05	0,09	1,00	0,155	-0,10	-0,10	-0,04	-0,30
sig	0,09	0,00	–	0,00	0,00	0,00	0,17	0,00
NCON	-0,01	-0,05	0,155	1,00	0,15	0,15	0,05	0,03
sig	0,78	0,09	0,00	–	0,00	0,00	0,10	0,25
PL	0,04	0,03	-0,10	0,15	1,00	0,17	-0,14	-0,01
sig.	0,19	0,339	0,00	0,00	–	0,00	0,00	0,61
EC	0,05	-0,043	-0,10	0,15	0,17	1,00	0,00	-0,09
sig	0,09	0,199	0,00	0,00	0,00	–	0,94	0,00
EDAD	0,02	0,02	-0,04	0,05	-0,14	0,00	1,00	0,01
sig	0,49	0,402	0,17	0,10	0,00	0,94	–	0,73
LTAM	0,08	-0,06	-0,30	0,03	-0,01	-0,09	0,01	1,00
sig	0,00	0,05	0,00	0,25	0,61	0,00	0,73	–