

CAPITULO 1

EL GOBIERNO EN LA EMPRESA: UNA SOLUCION A LOS PROBLEMAS DE AGENCIA

1.1. INTRODUCCIÓN

El análisis de los problemas originados por la información, la incertidumbre y la divergencia de intereses en las relaciones económicas entre los distintos partícipes en la organización empresarial ha cobrado una gran importancia en los últimos años debido a la existencia de empresas cada vez más grandes que acuden a los mercados de valores en busca de financiación, dando lugar a menores niveles de concentración del accionariado y a la participación creciente de pequeños inversores que buscan mayores niveles de rentabilidad. Como ya pusieron de manifiesto Berle y Means (1932), las grandes compañías se caracterizan por la dispersión de las acciones entre los inversores, lo que crea una separación entre propiedad y control en la empresa. Este hecho introduce la posibilidad de que exista un conflicto de intereses entre propietarios (accionistas) y directivos que puede provocar que las decisiones tomadas por estos últimos no siempre coincidan con el objetivo de los accionistas de maximización del valor debido a la discrecionalidad directiva a la hora de asignar los fondos del inversor.

En este sentido, el gobierno de la empresa se establece con la finalidad de hacer converger los intereses de los directivos con los de los accionistas y de asegurar en última instancia que las empresas se gestionan en beneficio de los accionistas o, en un sentido más amplio, de todos los participantes en el proceso de producción de valor, ya sean suministradores de capital y/o deuda, trabajo o de otros

bienes y servicios¹. Por lo tanto, la necesidad del gobierno de la empresa surge a partir del problema de agencia o conflicto de intereses entre los miembros de la organización y por la existencia de costes de transacción que impiden resolver los problemas de agencia a través de un contrato (Hart, 1995).

En este contexto, el presente capítulo, establece un marco de referencia que, partiendo de la teoría de la agencia, permite vislumbrar la creciente importancia de los mecanismos de gobierno de la empresa, la interrelación entre los mismos y la imposibilidad de poder afirmar que exista un sistema de gobierno superior a otro, por lo que nos encontramos ante un tema abierto en el que no dejan de producirse múltiples recomendaciones, ninguna de ellas desdeñable, en orden a alcanzar una mayor eficiencia empresarial.

1.2. EL PROBLEMA DE AGENCIA Y LA NECESIDAD DE IMPLANTAR MECANISMOS DE GOBIERNO EN LA EMPRESA.

La teoría contractual de la empresa concibe a ésta como un conjunto de contratos que especifican los derechos de propiedad objeto de transacción dentro de la empresa y establecen la forma en la que los costes y compensaciones se asignarán entre las partes contratantes, incidiendo así en el comportamiento individual de los participantes de la organización. Esta relación contractual se denomina de agencia, y a través de la misma una persona, llamada principal, designa a otra, llamada agente, para que realice algún servicio en su beneficio, teniendo el principal que delegar en el agente cierta autoridad al objeto de que pueda tomar decisiones. Cada parte de la relación de agencia perseguirá maximizar su propia utilidad, por tanto, es lógico considerar que sus intereses no serán siempre coincidentes, es decir, el agente no actuará en todas las ocasiones de la manera más ventajosa para el principal.

El riesgo moral y la selección adversa son manifestaciones comunes a las relaciones de agencia aunque mantienen importantes diferencias entre si: la diferencia esencial entre ambos fenómenos consiste en que mientras la selección adversa causa problemas de agencia ex-ante o durante el planteamiento previo de la relación contractual, el riesgo moral deriva en problema de agencia ex-post o en el

¹ En la terminología anglosajona estos participantes son conocidos con el nombre de “stakeholders”.

desarrollo posterior de la relación contractual. Por lo tanto, es posible afirmar que la información asimétrica y la divergencia de intereses ocasiona una serie de problemas de agencia, de los que se derivan dos tipos de costes que son asumidos por el principal: los costes en los que se incurre en el proceso de selección del agente más adecuado (selección adversa) y los costes de seguimiento de la relación contractual (riesgo moral). En concreto, Jensen y Meckling, precursores de la teoría de la agencia en 1976, identifican tres tipos de costes de agencia en función del sujeto al que afecten: costes de control para el principal, que derivan de la necesidad de controlar al agente ya sea directa o indirectamente; costes de fianza para el agente, derivados de las garantías que debe prestar para asegurar que se comportará según los deseos del principal, y pérdida de bienestar para ambos, como consecuencia de la situación de desconfianza e incertidumbre que pueda producirse entre el principal y el agente.

Son, precisamente, los problemas ocasionados en los procesos de riesgo moral los que mayor atención han suscitado en los diversos trabajos, debido a la dificultad de investigar aspectos relacionados con la selección adversa y de manejar variables tales como expectativas del principal sobre la calidad del agente. Sin embargo, en el contexto del gobierno de la empresa consideramos que las consecuencias de la selección del agente más adecuado van más allá del planteamiento precontractual, y por tanto tendrá consecuencias a posteriori en la eficiencia empresarial.

Al analizar los problemas de agencia que afectan a la actividad empresarial, es necesario asumir previamente ciertas hipótesis relativas al comportamiento de los inversores, y que, según Barnea, Haugen y Senbet (1985), pueden resumirse en las siguientes:

a) Los individuos adoptan aquellas acciones que pudieran contribuir a maximizar su propio bienestar o utilidad personal.

b) Los individuos tienen un comportamiento racional y son capaces de formar unas expectativas racionales e insesgadas acerca del impacto de los problemas de agencia y de su repercusión en el valor final futuro de su riqueza personal, a tenor de los contratos financieros suscritos.

La hipótesis de racionalidad en el comportamiento de los individuos supone que cada una de las partes conoce los incentivos de la otra para seguir un comportamiento contrario a sus propios intereses. El conocimiento anticipado de esta circunstancia induce a los partícipes a diseñar la relación contractual de forma que se intenten paliar en lo posible las divergencias que puedan surgir con posterioridad. En este sentido, no es el problema de agencia en sí mismo lo que interesa, sino los esfuerzos desplegados por principal y agente en busca de algún tipo de solución.

En concreto, podemos considerar que los problemas de agencia relacionados con la estructura de propiedad de la empresa surgen de la divergencia de intereses entre accionistas externos e internos a la dirección de la empresa, de la coexistencia de estructuras financieras fuertemente endeudadas y cláusulas de responsabilidad limitada y de la asimetría en la información. Así, la esencia del problema de agencia radica en la separación entre dirección y financiación o, lo que es lo mismo, entre propiedad y control, refiriéndose el conflicto de agencia en este contexto a las dificultades que tienen los financiadores para asegurar que sus fondos no sean expropiados o malgastados en proyectos no rentables. De esta manera, la imposibilidad de resolver el conflicto de agencia mediante contratos completos² da lugar a la discrecionalidad directiva, aspectos que configuran los cimientos sobre los que se apoya la literatura acerca del gobierno de la empresa.

1.2.1. Contratos incompletos y derechos residuales de control.

En términos generales, los proveedores de fondos y la dirección firman un contrato que especifica el destino que el directivo da a dichos fondos, y cómo se reparten los rendimientos entre unos y otros. Lo ideal sería firmar un contrato completo en el que se especifique exactamente la acción del directivo en cada uno de los estados de la naturaleza y cómo se reparten los beneficios. El problema radica en que la mayoría de las contingencias futuras son difíciles de describir y de predecir y, como resultado, los contratos completos resultan imposibles. Debido a estos problemas en la determinación del contrato, el directivo y los proveedores de fondos

² El contrato completo recoge todas las obligaciones de cada partícipe en la relación contractual ante cualquier eventualidad que pueda producirse y penaliza a aquellos que no las cumplen. La imposibilidad de definir todas las eventualidades y los costes que acompañan la elaboración de un contrato de este tipo dan lugar a contratos incompletos.

tienen que repartirse los derechos de control residuales, es decir, los derechos para tomar decisiones en circunstancias no previstas por el contrato (Grossman y Hart, 1986 y Hart y Moore, 1990). La teoría de la propiedad trata de buscar una asignación eficiente de estos derechos de control residuales.

En principio, uno podría imaginar un contrato en el que los proveedores de fondos concedieran capital a los directivos bajo la condición de que los propios inversores retuviesen todos los derechos de control residuales. Cada vez que algo inesperado sucediese, ellos tendrían que decidir qué hacer. Sin embargo, esto no es tan sencillo ya que los inversores no están lo suficientemente cualificados o informados para tomar las decisiones de manera adecuada. Como consecuencia, el directivo termina con una parte substancial de los derechos de control residuales y, por lo tanto, con cierta discrecionalidad para asignar los fondos como lo considere oportuno. Ahora bien, en el contrato se pueden especificar ciertos límites a esta discrecionalidad, los cuales se encuentran en estrecha relación con el gobierno de la empresa.

En concreto, podemos establecer dos razones por las cuales los directivos acaban detentando la mayoría de los derechos de control. En primer lugar, por la escasa protección jurídica que reciben los inversores minoritarios y que lleva a los tribunales a no involucrarse en el cumplimiento de los contratos. En segundo lugar, en el caso de que la financiación provenga de muchos inversores, estos serán generalmente inversores minoritarios y escasamente informados para ejercer los derechos de control que poseen. De esta manera, los inversores individuales se enfrentan al problema del “free rider”, según el cual todos los inversores se benefician de las acciones que realizan aquellos que asumen los costes de una mayor información, lo que provoca que no resulte interesante a estos inversores incurrir en dicho coste. Como consecuencia de estos dos aspectos, los derechos de control de los directivos terminan siendo mucho mayores de lo que serían si los tribunales o los proveedores de fondos estuviesen activamente involucrados en el cumplimiento de los contratos (Shleifer y Vishny, 1997). Así, los directivos terminan teniendo una parte significativa de los derechos de control que les permite actuar con cierta discrecionalidad en la asignación de fondos del inversor y que analizamos a continuación.

1.2.2. La discrecionalidad del directivo.

En términos generales, podemos distinguir cuatro formas de discrecionalidad del directivo a la hora de asignar los fondos del inversor. En primer lugar, pueden beneficiarse de las operaciones de venta de la empresa. Es decir, los directivos pueden vender el output de una empresa principal que dirigen a empresas independientes que poseen a precios inferiores a los del mercado. Incluso se podrían vender los activos, y no únicamente el output, de la empresa a otros negocios poseídos por el directivo a precios inferiores a los del mercado.

Un segundo aspecto de la discrecionalidad directiva está contemplado en el consumo de beneficios privados (mediante la utilización de bienes de la empresa con fines personales) o en los mayores costes en los que incurre la empresa cuando los directivos tienen interés en expandir el negocio más allá de lo que resulta interesante desde un punto de vista racional, reinvertiendo los flujos de libre disposición o llevando a cabo proyectos que les benefician a ellos. Por último, los directivos pueden perjudicar a los accionistas atrincherándose y permaneciendo en su puesto de trabajo incluso aunque no resulten competentes o cualificados para dirigir la empresa por más tiempo (Shleifer y Vishny, 1989). Por lo tanto, los directivos, en los que los accionistas delegan la autoridad de la toma de decisiones, ven la propiedad accionarial sólo como una faceta de su relación con la empresa, considerando a ésta también como una fuente de salarios, beneficios personales, autoestima, y/o reconocimiento, y como un medio para crear valor de su capital humano. Para proteger y aumentar estas fuentes de beneficios los directivos toman a veces decisiones que les benefician personalmente a expensas de los accionistas.

El oportunismo directivo, bien en forma de expropiación de los inversores o de asignación poco eficiente de los fondos de la empresa, reduce la cantidad de recursos que los inversores estarán dispuestos a destinar a la empresa a priori (Grossman y Hart, 1986). En este sentido, el gobierno de la empresa abarca las restricciones que el propio directivo se impone a sí mismo así como las que los inversores imponen a los directivos para reducir la ineficiente asignación de recursos a posteriori y para conseguir una mayor cantidad de fondos a priori. Sin embargo,

incluso con estas restricciones, el resultado es en general menos eficiente de lo que resultaría si el directivo financiase la empresa con sus propios fondos.

Esta posible ineficiencia a posteriori ha llevado a considerar la posibilidad de que los inversores realicen pagos a los directivos para no lleven a cabo proyectos ineficientes. Sin embargo, aunque en algunos casos se han observado estos sobornos (Walkling y Long, 1984) lo más normal es que los inversores no paguen a los directivos por llevar a cabo acciones individuales. La razón por la que no se observa a unos directivos amenazantes o que necesiten de ser sobornados para no llevar a cabo acciones ineficientes radica en que tales amenazas violarían el “deber de lealtad” de los directivos a los accionistas. Aunque resulta difícil describir exactamente lo que este deber obliga a hacer al directivo (Clark, 1985) la amenaza de realizar acciones que reducen el valor de la empresa a no ser que se les pague viola definitivamente este deber.

Los principales problemas de agencia que motivan la implantación de los mecanismos de gobierno en la empresa y que se amparan en la separación entre propiedad y control, así como en la menor información que sobre la empresa tienen los accionistas frente a los directivos se refieren a: problemas de esfuerzo, diferentes preferencias por el riesgo por parte de accionistas y de directivos, el deseo de crecimiento de la empresa por parte del directivo por encima del que maximiza el valor y al diferente horizonte temporal deseado para alcanzar los resultados de las inversiones. A continuación comentamos cada uno de estos problemas.

1. Problemas de esfuerzo.

Los directivos no están dispuestos a realizar un esfuerzo adicional que incremente el valor de la empresa a no ser que reciban una compensación adicional por dicho esfuerzo. En este sentido, la propiedad de los directivos se ha manifestado como un condicionante del esfuerzo que éstos están dispuestos a ejercer en la empresa, siendo mayor cuanto mayor es la propiedad (Jensen y Meckling, 1976). Además, algunos autores han llegado a observar como la incorporación de los directivos al consejo de administración de otras empresas puede traducirse en una señal negativa de su esfuerzo, habiéndose observado una disminución en los precios de las acciones de las empresas americanas cuando esto sucede (Rosenstein y Wyatt,

1994). Esta evidencia es consistente con el argumento de que los directivos algunas veces toman decisiones que les benefician personalmente y que reducen el valor de las empresas que dirigen.

2. Distintas preferencias por el riesgo e información asimétrica.

La especial situación de dependencia de los directivos con respecto a su empresa les lleva a ligar su futuro profesional con la vida de su compañía, por lo que suelen sentir aversión al riesgo en un grado superior al de sus accionistas. Si la supervivencia de la empresa se ve amenazada, los directivos se encontrarán en una situación crítica y, sin embargo, si las cosas van bien en la empresa sólo obtienen unas rentas adicionales limitadas. Además, como plantean Jensen y Murphy (1990), la escasa participación de los ejecutivos en el accionariado de la empresa ofrece unas ganancias potenciales limitadas. Todo ello les lleva a adoptar políticas de inversión y de financiación que reduzcan el riesgo total de la empresa.

En relación con la política de inversión, la actitud más adversa al riesgo de los directivos frente a los propietarios del capital, incentiva la realización de inversiones de menor riesgo con el fin de facilitar la diversificación del riesgo total de la empresa, aunque ello suponga el rechazo de proyectos de inversión con mayor valor actual neto. Según Myers y Majluf (1984) las empresas cuyas oportunidades de inversión superan el cash flow operativo y que han agotado su posibilidad de emitir deuda de bajo riesgo, pueden optar por dejar pasar estas buenas inversiones antes de emitir títulos arriesgados para financiarlas, dando lugar a un problema de infrainversión³.

La preferencia de los directivos por los proyectos de inversión que reduzcan la variabilidad de los flujos de caja esperados, si bien no interesa a los accionistas en la medida en que se trate de riesgo específico o diversificable, favorece la estabilidad de los resultados de la empresa y con ello el prestigio y remuneración de los directivos.

Por otro lado, si los directivos son propietarios de la empresa y concentran gran parte de su patrimonio en la misma les resultará difícil diversificar su cartera de

³ Un modelo similar es el empleado por Fazzari, Hubbard y Petersen (1988).

valores mediante la adquisición de otros activos financieros, y en este caso la diversificación de las inversiones en la empresa será la que permitirá reducir el riesgo que asumen personalmente. La evidencia empírica reciente sobre el mercado americano indica que los rendimientos de los accionistas disminuyen a medida que las empresas se vuelven más diversificadas (Comment y Jarrell, 1995 y Berger y Ofek, 1995). Estos resultados indican que los directivos, puesto que tienen más que ganar de la diversificación, están realizando decisiones de inversión en su propio beneficio a expensas de los accionistas.

En relación con la política de financiación, la teoría del "Pecking Order"⁴, o jerarquía financiera, se centra en el conflicto entre accionistas actuales y accionistas potenciales. Según esta teoría los directivos financian sus inversiones con recursos generados internamente debido a la asimetría informativa existente entre ellos y los nuevos accionistas potenciales. Cuando los directivos, que buscan maximizar la riqueza de los accionistas corrientes, tienen información no disponible para los nuevos accionistas, los nuevos inversores estarán dispuestos a pagar un precio inferior por las nuevas acciones bajo el supuesto de que los empresarios utilizarán dicha información privada para actuar en interés de los accionistas actuales. Si la información privada es favorable, los directivos que deseen utilizar financiación externa emitirán las acciones infravaloradas. Por lo tanto, de acuerdo con la hipótesis de la jerarquía financiera, la preferencia por la financiación interna se produce por el deseo de evitar la infravaloración de las acciones impuesta por la imperfección de los mercados de capitales, manteniendo la capacidad para llevar a cabo gastos en inversión que incrementen la riqueza de los accionistas actuales y sin que la propiedad del directivo en la empresa tenga influencia alguna.

⁴ Myers (1984) y Myers y Majluf (1984).

Esta preferencia por la autofinanciación puede provocar un doble efecto, que en última instancia influirá sobre la supervisión de las acciones directivas y el control en la empresa. Por un lado, la disminución del nivel de endeudamiento, que ha sido considerado como un mecanismo de control en sí mismo, por cuanto que los directivos tenderán a comportarse de manera más eficiente ante el temor de una posible quiebra; y por otro, la menor utilización de las ampliaciones de capital como fuente de financiación que supone una disminución de la supervisión que ejerce el mercado de capitales.

Sin embargo, junto a los trabajos que apoyan la jerarquía financiera, como son Myers y Majluf (1984) y Krasker (1986), otros trabajos no apoyan esta teoría, basándose en la asimetría informativa y en modelos de señales, considerando al endeudamiento como una señal de calidad de los directivos que resultan penalizados si la empresa quiebra (Ross, 1977; Leland y Pyle, 1977). En concreto, una mayor utilización de la deuda para financiar a la empresa permite a los directivos detentar un mayor porcentaje de acciones en su poder. Sin embargo, la mayor aversión al riesgo de los directivos reduce la riqueza que pueden obtener derivada de sus acciones, aunque esta reducción es menor si los directivos invierten en proyectos de mayor calidad, convirtiéndose así la deuda en una señal de la calidad de las inversiones de la empresa.

3. Objetivo de aumento de valor frente a crecimiento.

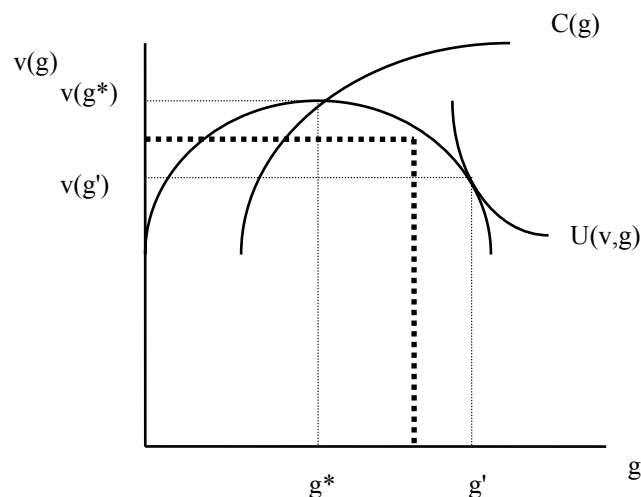
En principio, los directivos están más interesados que los accionistas en el crecimiento y permanencia de la empresa, en cuyo caso pueden llevar a cabo algunas inversiones que, aunque no contribuyan a aumentar el valor de la empresa permitan el crecimiento de la misma, favoreciendo con ello sus objetivos de poder, prestigio, promoción y remuneración.

Una empresa que persiga la maximización del valor del capital repartirá entre los accionistas, en forma de dividendos, cualquier exceso de liquidez más allá de la necesaria para atender los proyectos con rentabilidad interna mayor o igual al coste de oportunidad del capital. Por el contrario, si la empresa persigue en sus decisiones de inversión un objetivo de crecimiento mayor que el que se alcanzaría si tal liquidez

no existiese daría lugar a actividades de "sobreinversión", es decir, a tasas de inversión más altas que las que alcanzarían si tal liquidez no existiese (Jensen, 1986).

En este sentido, Giner y Salas (1995a) a partir de un modelo en el que la empresa maximiza el valor económico de su capital y el directivo maximiza una función de preferencias donde interviene la tasa de crecimiento y el valor de la empresa, formulan una doble afirmación: a) la empresa que incorpora preferencia por el crecimiento, además del valor de su capital, invierte más que la empresa que maximiza el valor de su capital, b) el exceso de inversión va en detrimento del valor económico y por ello el valor de mercado del capital de la empresa que sobreinvierte será menor que el de la empresa que maximiza el valor.

Según el planteamiento anterior, se podría establecer un nivel de valoración de la empresa y de crecimiento a partir del cual se activen los mecanismos de control de las acciones directivas y que recogemos gráficamente a continuación.



siendo v el valor de la empresa, g la tasa de crecimiento, $U(v,g)$ la utilidad del directivo y $C(g)$ el coste marginal del crecimiento. La tasa de crecimiento que maximiza el valor de la empresa sería g^* , mientras que la tasa de crecimiento que maximiza la utilidad del directivo sería g' , la cual supone un valor de la empresa inferior al máximo. Para evitar este hecho, el mercado de control podría entrar en acción cuando la empresa alcance un determinado valor y tasa de crecimiento, lo cual aparece representado por la línea discontinua gruesa, lo que supone un límite a la discrecionalidad en la actuación de los directivos.

La participación de los directivos en el capital de la empresa condiciona la decisión final del directivo entre valor o crecimiento, por cuanto que en este caso, los intereses de directivos y accionistas convergerían. Por el contrario, no se ha observado que dicha participación tenga influencia alguna en la decisión de autofinanciación que comentamos anteriormente, por cuanto que independientemente de que la participación sea elevada o no, el directivo tiene preferencia por la autofinanciación frente a otras fuentes de financiación externas.

4. Comportamiento "imitador" del directivo.

En relación con la política de inversión, los directivos no sólo pueden presentar un mayor deseo por la sobreinversión o exceso de crecimiento de la empresa, que hemos comentado en el apartado anterior, sino que además se ha demostrado como, en determinadas ocasiones, los directivos simplemente imitan las decisiones de inversión de otros directivos, ignorando la información privada que poseen sobre la empresa. A pesar de que este comportamiento resulta ineficiente desde un punto de vista social, puede ser racional para el directivo que basa su objetivo en su reputación en el mercado de trabajo.

El trabajo de Scharfstein y Stein (1990) complementa trabajos anteriores⁵ sobre el tema al considerar la existencia de más de un directivo. Consideran que existen dos tipos de gerentes: los que denominan “astutos”, que reciben información sobre el valor de la inversión, y “mudos”, que reciben señales ruidosas. Inicialmente, ni los propios directivos ni el mercado de trabajo pueden identificar un tipo u otro. Sin embargo, después de realizar la decisión de inversión, el mercado de trabajo puede actualizar sus creencias, basándose en dos cuestiones: 1) si el directivo hizo una inversión rentable; 2) si el comportamiento del directivo fue similar o no al de otros directivos.

⁵ Holmström (1982), Holmström y Ricart i Costa (1986).

Puesto que los rendimientos de la inversión pueden ser impredecibles, es posible que incluso los directivos que cuentan con mayor información reciban señales erróneas, por lo que resulta más relevante la segunda cuestión planteada. Si consideramos los rendimientos de la inversión seleccionada fijos, los directivos serán más valorados si siguen las decisiones de otros que si se comportan de manera contraria. Por lo tanto, una inversión carente de beneficios no resultará tan dañina para la reputación cuando otros cometan el mismo error, compartiendo la culpa si se producen shocks no predecibles.

En este sentido, podemos encontrar otra causa a las decisiones de sobreinversión e infrainversión no basada en el objetivo de crecimiento ni de reducción del riesgo respectivamente, sino basada en un objetivo de reputación a partir del comportamiento de otros directivos. Es decir, incluso aunque la información privada que poseen los directivos les indique que una inversión tiene un valor esperado negativo, la llevarán a cabo si otros antes que él lo hicieron. Por el contrario, rechazará inversiones con valor esperado positivo si otros lo hicieron anteriormente.

En este sentido, Scharfstein y Stein (1990) formulan tres proposiciones en cuanto al comportamiento "imitador" de los directivos se refiere. Si consideramos un entorno en el que únicamente existen dos directivos (A y B): 1) el único equilibrio posible sería aquel en el que el directivo B imita al directivo A independientemente de la señal que recibiese, o donde el directivo B hiciese lo contrario que el directivo A a pesar de la señal recibida; 2) existe un equilibrio en el que el directivo B siempre imita al directivo A, invirtiendo sólo si A lo hace, por lo que si B invierte cuando A no lo hace, el mercado considerará que recibió una señal favorable y si B no invierte cuando A lo hace, el mercado considerará que recibió una señal desfavorable; y 3) existe un equilibrio en el que A invierte sólo si recibe una señal favorable y donde B imita al directivo A a pesar de la información de que disponga.

El modelo que plantean estos autores es ampliable a la existencia de cualquier número de directivos ya que cada uno de ellos imitará el comportamiento de A a pesar de las señales que reciban, siempre y cuando persigan un objetivo de reputación y pudiendo dar lugar a decisiones de inversión ineficientes.

En este sentido, vuelven a cobrar importancia los mecanismos de control de las acciones directivas, de manera que se alineen los objetivos de directivos y accionistas. Sin embargo, si consideramos que se cumple la hipótesis de que un comportamiento imitador independiente de la información de que se disponga resulta menos dañino para la empresa, podríamos predecir un menor beneficio derivado de la utilización de mecanismos de gobierno que el que se obtendría en ausencia de dicha hipótesis.

5. Horizonte temporal.

El énfasis en el logro de resultados a corto plazo por parte de la dirección de la empresa lo podemos justificar por dos motivos: por un lado, la vida limitada de los directivos en la empresa centra su interés en los flujos de caja obtenidos durante su trabajo en la misma; por otro, la satisfacción por parte de los directivos de las preferencias de los accionistas por las ganancias a corto plazo, ya que según la hipótesis de la "miopía del mercado", los inversores venderán o infravalorarán las acciones de empresas involucradas en proyectos de inversión a largo plazo.

En relación con la primera justificación, a los directivos les interesa especialmente la rentabilidad de la empresa durante el período en el que permanecen en la misma, lo que puede provocar que prefieran sacrificar beneficios futuros por ganancias actuales, a expensas de los accionistas. La diferencia en el horizonte temporal deseado por los directivos y por los accionistas se vuelve mayor cuando se acerca la edad de jubilación del directivo. Éste dará preferencia a las inversiones y estrategias operativas que disminuyan los costes y produzcan resultados más rápidamente frente a las inversiones más rentables pero a más largo plazo. Dechow y Sloan (1991) y Murphy y Zimmerman (1993) encuentran evidencia de que los gastos en I+D disminuyen a medida que el directivo se acerca a la jubilación. Los primeros atribuyen la disminución al problema del horizonte temporal y los segundos al escaso rendimiento empresarial.

De acuerdo con la segunda justificación, basada en la importancia que los mercados de capitales otorgan a los beneficios y a los dividendos hoy, los accionistas se interesarán por el valor a corto plazo ya que debido a la existencia de información imperfecta, el mercado tendrá menos información que el directivo sobre los

proyectos a largo plazo que la empresa decida llevar a cabo. Esta orientación lleva a gestionar la empresa con el horizonte a corto plazo que tienen los inversores dando lugar, de no ser así, a una caída del precio de las acciones, haciendo a la empresa más vulnerable a las tomas de control. Por lo tanto, las empresas se inhiben de emprender inversiones a largo plazo en capital fijo, investigación y desarrollo y formación (Marsh, 1992).

Del mismo modo, las industrias en las que el ciclo de desarrollo del producto es largo o la confidencialidad es importante para el éxito del producto son especialmente vulnerables a los problemas de horizonte temporal. Un directivo que teme la reacción del mercado a corto plazo favorecerá proyectos con altos flujos de caja iniciales incluso aunque los proyectos tengan menores valores actuales. Desgraciadamente, dado que los externos no pueden observar todos los proyectos que los directivos consideran, medir empíricamente este efecto resulta difícil.

Sin embargo, esta preferencia por el corto plazo sólo resultaría en el caso de que los inversores careciesen de información sobre el nivel de inversión, ya que si dispone de dicha información se podría producir el efecto contrario dando lugar a la sobreinversión, tal y como demuestran Bebchuk y Stole (1993). En las decisiones de inversión a largo plazo por parte de los directivos podemos considerar, por lo tanto, dos situaciones diferentes. Por un lado, cuando los inversores no pueden observar el nivel de inversión en los proyectos a largo plazo se producirá una situación de infrainversión si el efecto de un incremento de la inversión en capital sobre el valor de mercado de la empresa es menor que el incremento en el valor actual neto. Por otro lado, si los inversores pueden observar el nivel de inversión en un proyecto a largo plazo se producirá un proceso de sobreinversión, ya que el directivo con oportunidades de inversión altamente productivas enviará una señal al mercado sobre la buena marcha de la empresa a largo plazo mediante dicha sobreinversión en el futuro. Por lo tanto, cuando el mercado tiene información imperfecta sobre los rendimientos de una inversión a largo plazo pero puede observar los niveles de inversión, las asimetrías de información inducirán a la sobreinversión.

Del mismo modo, la evidencia empírica no apoya la hipótesis de miopía de los mercados, es decir de la preferencia de éstos por las ganancias a corto plazo.

McConnell y Muscarella (1985) examinaron la reacción de los precios de mercado a 658 anuncios de incremento o disminución del valor en dólares de la inversión en capital. Encontraron que los anuncios de incrementos del gasto en capital estaban relacionados con rendimientos anormales positivos de las acciones, y los anuncios de disminuciones con rendimientos anormales negativos. Por su parte, Woolridge (1988) examina la respuesta del mercado de capitales a 634 anuncios de decisiones de inversión estratégicas⁶, encontrando una respuesta positiva por parte de los mercados financieros, lo que evidencia la ausencia de miopía en los mercados y el interés por las decisiones con un horizonte temporal dilatado. Conclusiones similares alcanzan Andrés, Azofra, López y Rodríguez (1996).

En este sentido, si la vida limitada del directivo en la empresa le induce a tomar decisiones a corto plazo y sin embargo, la evidencia empírica no permite afirmar que los inversores valoren más los flujos de caja obtenidos a corto plazo, estaríamos de nuevo ante un conflicto de intereses entre accionistas y directivos (un resumen de los problemas de agencia aparece recogido en el cuadro 1.1.). En consecuencia, se hace necesario establecer mecanismos de control que eviten que las actuaciones directivas respondan estrictamente a los intereses personales de los gerentes. En este sentido, la regulación española ha planteado también la necesidad de proteger los intereses de los accionistas, que pasamos a comentar a continuación.

Problema	Definición
Esfuerzo	Directivos tienen incentivos para esforzarse menos de lo que esperan los accionistas
Diferente preferencia por el riesgo e información asimétrica	Directivos tienen normalmente más parte de su riqueza unida a la viabilidad de la empresa y tienden a ser más adversos al riesgo (infra inversión).
Aumento de valor vs crecimiento	Directivos tienen objetivos de poder, prestigio, promoción y remuneración, por lo que pueden perseguir un objetivo de crecimiento de la empresa superior al que maximiza el valor
Comportamiento "imitador"	Objetivo de reputación del directivo que le lleva a imitar las decisiones de inversión de otros directivos
Horizonte temporal	Directivos tienden a tener horizontes más cortos para alcanzar los resultados de las inversiones

Cuadro 1.1. Problemas de agencia que motivan la implantación de los mecanismos de gobierno.

⁶ Las inversiones estratégicas hacen referencia a formación de joint-venture, gastos en investigación y desarrollo, anuncios de estrategias de producto y proyectos de presupuesto de capital.

1.3. LA PROTECCIÓN DE LOS ACCIONISTAS A TRAVÉS DE LA LEGISLACIÓN ESPAÑOLA.

Los problemas de agencia y la discrecionalidad directiva, que acabamos de comentar, llevan al establecimiento de mecanismos de gobierno en la empresa a través de los cuales los suministradores de fondos de la empresa se aseguran el rendimiento de sus inversiones. Sin embargo, estos mecanismos no siempre funcionan adecuadamente de cara a satisfacer los intereses de los accionistas o a conseguir una maximización del valor de la empresa. En este sentido, la participación de los inversores en la empresa puede explicarse a partir de tres factores, que no implican necesariamente la existencia de unos mecanismos de control que maximicen el valor: la reputación del directivo, el optimismo del inversor y la protección legal de los inversores. Los dos primeros factores justifican la inversión a partir del rendimiento que el inversor espera recibir, mientras que la protección legal de los inversores justifica la inversión a partir de la defensa de los derechos de control que posee el inversor en la empresa.

1.3.1. Reputación del directivo y optimismo del inversor.

Ambos enfoques tienen el elemento común de que los inversores no obtienen derechos de control a cambio de los fondos que aportan, sino únicamente la esperanza de recibir dinero en el futuro.

La reputación es una explicación muy corriente de porqué los individuos realizan determinadas acciones con las que no están de acuerdo incluso aunque no sean forzados a ello. En el contexto financiero, la explicación es que los directivos pagan a los inversores porque quieren acceder al mercado de capitales y conseguir fondos en el futuro, y por lo tanto necesitan conseguir una buena reputación con niveles de riesgo adecuados para convencer a los inversores futuros de que aporten dinero. Diamond (1989, 1991) muestra como las empresas consiguen reputaciones como buenos prestatarios mediante el pago de los préstamos a corto plazo y Gomes (1996) muestra como los pagos de dividendos crean una reputación que permite a las empresas conseguir fondos propios.

Sin embargo, los modelos de reputación no nos ofrecen una explicación completa sobre la obtención de financiación externa ya que pueden presentar algunos problemas. Si suponemos que en algún momento futuro (o en alguno de los estados de la naturaleza futuros) los beneficios de obtener fondos externos para el directivo son menores que los costes de pagar a los inversores lo que se les había prometido, el directivo actuando racionalmente no pagará lo que debía. Por lo tanto, si los inversores esperan que se puede alcanzar tal estado de la naturaleza en el futuro, no financiarán a la empresa en el momento actual.

Una teoría alternativa de porqué los inversores aportan fondos a las empresas sin recibir derechos de control a cambio radica en el excesivo optimismo del inversor. Los inversores pueden financiar las empresas sin pensar en que se les devuelva el dinero, simplemente pensando en la apreciación a corto plazo de sus acciones. DeLong, Shleifer, Summers y Waldmann (1989, 1990) aportan los primeros modelos basados en el optimismo excesivo del inversor.

En los últimos años, la evidencia estadística ha señalado la importancia del optimismo del inversor sobre la financiación en algunos mercados. Kaplan y Stein (1993), por ejemplo, presentan evidencia que sugiere que los altos rendimientos de los bonos que fueron utilizados para financiar las tomas de control en Estados Unidos a finales de los años 80 estaban sistemáticamente sobrevalorados por los inversores. La evidencia tanto para Estados Unidos como para otros países también indica que las acciones de las empresas que emiten títulos, tanto en oferta inicial como secundaria, están sistemáticamente sobrevalorados (Ritter, 1991). En resumen, el excesivo optimismo del inversor como explicación a la emisión de títulos parece tener al menos algún poder explicativo. Sin embargo, no todos los autores parecen estar de acuerdo con el hecho de que los inversores paguen por norma general una cantidad superior a la que realmente valen sus títulos (Shleifer y Vishny, 1997).

1.3.2. Protección legal de accionistas y acreedores.

La principal razón para que los inversores suministren fondos a las empresas reside en que a cambio reciben derechos de control. La financiación externa es un contrato entre la empresa vista como entidad legal y los inversores, los cuales reciben determinados derechos por cada activo de la empresa (Hart, 1995). Si los directivos

violan los términos del contrato, los proveedores de fondos tienen derecho a apelar en los tribunales para hacer cumplir sus derechos. En este sentido, muchas de las diferencias existentes entre los distintos sistemas de gobierno en el mundo radican en las diferentes obligaciones legales que los directivos tienen con los inversores así como en la diferente interpretación o forma de hacer cumplir estas obligaciones en los tribunales.

En España, de acuerdo con el artículo 48 de la Ley de Sociedades Anónimas⁷ (LSA) se reconocen una serie de derechos mínimos de los accionistas derivados de su condición de socio. Por un lado los derechos económicos, que incluyen el de participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación, así como el de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones o de obligaciones convertibles en acciones. Por otro lado, los derechos políticos incluyen:

a) Derecho de asistir y votar en las juntas generales. El derecho de asistencia puede ser limitado por los estatutos dentro de ciertos límites (art. 104) o pueden exigir la posesión de un número mínimo de acciones para asistir⁸ (art. 105.1). Los estatutos pueden limitar también el derecho de voto, fijando con carácter general el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista o sociedades pertenecientes a un mismo grupo. No obstante la ley reconoce que para el ejercicio de tales derechos es lícita la agrupación de accionistas. Además, los estatutos pueden elevar las mayorías requeridas para que la junta esté adecuadamente convocada y los acuerdos se aprueben, aunque en ningún caso podrá requerirse la unanimidad.

b) Derecho a impugnar los acuerdos sociales. Los acuerdos de las juntas que sean contrarios a la ley, que se opongan a los estatutos, o que lesionen los intereses de uno o varios accionistas, de terceros, o de la sociedad, son impugnables, tal como se establece en los artículos que van del 115 al 122.

⁷ Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

⁸ En ningún caso superior al 1 por mil del capital social.

c) Derecho de información. Los accionistas pueden solicitar por escrito, con anterioridad a la junta, o verbalmente durante la sesión, informes o aclaraciones del consejo. Los administradores deben atender dicha petición, salvo que consideren que tal cumplimiento perjudique los intereses sociales. Esta excepción no procederá cuando la solicitud esté apoyada por accionistas que representen, al menos, la cuarta parte del capital (art. 112).

Por otro lado, la ley también reconoce el derecho a separarse de la sociedad en determinados supuestos (art. 147, 149, 225), el derecho a transmitir las acciones (art. 56), así como una serie de derechos para los que es necesario poseer el 5% del capital, de manera directa o por agregación de varios accionistas. Dentro de estos últimos se encuentra el derecho a exigir a los administradores que convoquen la junta general extraordinaria (arts. 100 y 101), e impugnar los acuerdos del consejo de administración (art. 143). Asimismo, también se requieren minorías para designar los miembros del consejo de administración (art. 137)

Junto a estos derechos básicos de los accionistas la LSA establece límites a la autocartera y a las participaciones recíprocas (art.74 al 89) con la intención de proteger intereses de los socios y de terceros. Complementariamente, la Ley del Mercado de Valores de 1988, la reforma a dicha ley de 1998, y la regulación sobre Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) manifiestan también la intención de salvaguardar los intereses de los accionistas. En primer lugar, el deber de informar al público por parte de los emisores de valores de todo hecho o decisión que pueda influir de forma sensible en la cotización de los mismos que plantea el art. 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores, favorece la disposición por parte del accionista de elementos de juicio para mantener o desprenderse de sus títulos⁹. Además, el art. 60 establece la imposibilidad de modificar los estatutos de la sociedad por parte de quien adquiera un volumen de acciones que represente más del 50% del total de votos de la sociedad emisora, salvo en los extremos que

⁹ En esta misma línea, la Circular 8/1991 de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid, de 22 de octubre establece la figura del "Protector del inversor" con el ánimo de ser fuente de información y vía rápida de resolución de las controversias derivadas específicamente de las operaciones bursátiles. Sus informes, no vinculantes gozan de una gran aceptación, siendo las consultas realizadas en 1998 de 28.690 y las reclamaciones realizadas de 247.

reglamentariamente se señalen, sin promover una oferta pública de adquisición dirigida al resto de las acciones con voto admitidas a negociación.

Asimismo, la protección de los intereses de los accionistas es lo que ha inspirado buena parte de la regulación sobre OPAs¹⁰. Los aspectos más destacables de esta norma, que pretende proteger de supuestas cláusulas abusivas y garantiza un trato igualitario a los propietarios, son las siguientes:

a) Obligatoriedad de presentar una OPA para acceder al control. Concretamente, según el art. 1, quien pretenda alcanzar o superar una participación del 25%, y el que posea entre el 25 y el 50% y pretenda aumentar su participación en al menos un 6% al año, debe lanzar una OPA por un mínimo del 10%, y quien pretenda alcanzar entre el 50 y el 75% debe lanzar una OPA por el 100 %, o por los valores que le permitan alcanzar el 75% del capital. Con esta medida se obliga a cualquier inversor que desee alcanzar el control, a soportar unos costes y a pagar una prima mayor a la que exigiría el mercado si la citada transacción se hiciese directamente en Bolsa, no obstante, al minoritario esta medida sí le beneficia, al permitirle obtener una plusvalía que de otra forma sería prácticamente imposible alcanzar.

b) Derecho de información; suspensión cautelar de negociación de los títulos de la sociedad afectada cuando se reciba la solicitud (art.13); plazo mínimo de vigencia de la oferta (art.19); prorrateo obligatorio de las OPAs parciales sobresuscritas según un sistema de discriminación positiva que favorece a los pequeños accionistas (art.29); y anulación de las aceptaciones de los accionistas de la OPA cuando se modifican sus condiciones (art. 22.6) o se presentan ofertas competidoras (art. 34).

¹⁰ RD 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de la ofertas públicas de adquisición de valores.

Por otro lado, la Ley 37/1998, de 16 de noviembre de Reforma de la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores, empieza a diferenciar, de manera todavía imprecisa y sobre temas limitados, la Sociedad Anónima cotizada de la no cotizada, como respuesta a las mayores dificultades en las relaciones societarias que se están percibiendo derivadas del mayor número de accionistas de más diversa categoría que se encuentra en las empresas que cotizan en Bolsa¹¹. Los códigos de conducta de buen gobierno¹² que proliferan en los últimos años es una muestra de que el funcionamiento de las sociedades cotizadas es diferente o debe serlo.

En resumen, el derecho legal más importante de los accionistas es el derecho a votar en los asuntos empresariales importantes, tales como fusiones o liquidaciones, así como en la elección de los miembros del consejo, que no representan necesariamente sus intereses. En este sentido Holderness y Sheehan (1988a) identifican algunas de las restricciones legales que se establecen para limitar la discrecionalidad directiva que hacen referencia a las excesivas compensaciones que reciben o a la emisión de títulos adicionales destinados al directivo o a sus familiares. También se pueden incluir como restricciones legales la obligación del directivo a consultar al consejo antes de tomar alguna decisión importante o tratar a los accionistas minoritarios como "insiders".

Del mismo modo que los accionistas, los acreedores¹³ cuentan con una protección legal, que varía de un país a otro. Los principales derechos del acreedor incluyen: utilizar los activos como garantía de los préstamos, el derecho a liquidar la empresa cuando no paga sus deudas, el derecho a votar en la decisión de reorganizar la empresa, y el derecho a sustituir los directivos en la reorganización. La protección

¹¹ Con el ánimo de favorecer la financiación empresarial a través de los mercados financieros, esta reforma regula de forma más completa las acciones preferentes (a principios de 1999, sólo cuatro sociedades tienen acciones preferentes -Banco Guipuzcoano, Dragados, Cevasa y Filo), las acciones sin voto (con ánimo de, teniendo en cuenta las prácticas de control societario, permitir financiación vía mercado con las suficientes garantías para los inversores a través de fórmulas de inversión que permitan el acceso al capital sin implicación, a través del correspondiente derecho de voto, en la gestión social), y se crean las denominadas acciones rescatables a caballo entre la renta variable y la renta fija que permiten reducir el riesgo asumido por los inversores. Asimismo, la reducción del plazo para ejercer el derecho de suscripción preferente en sociedades cotizadas tiene como objeto favorecer una mayor celeridad en la realización de ampliaciones de capital.

¹² En España, el Informe Olivencia de 26 de febrero de 1998.

¹³ En España, la regulación de las obligaciones se recoge en la LSA desde el artículo 282 al 309. Así todo, la Ley de Reforma del Mercado de Valores fija un compromiso al Gobierno para completar las reformas de la renta fija.

legal de los acreedores suele ser más efectiva que la de los accionistas, ya que el impago es una violación directa del contrato de deuda que un tribunal puede verificar. Por otro lado, la quiebra puede convertirse en un proceso largo y costoso tanto para los acreedores como para las empresas deudoras cuyos directivos pueden verse penalizados y sus activos liquidados. La ineficiencia de los procesos de quiebra actuales ha llevado a algunos economistas (Aghion, Hart y Moore, 1992) a proponer otras vías que traten de evitar las negociaciones complicadas convirtiendo, en primer lugar, todas las obligaciones de la empresa en quiebra en títulos cuyos poseedores pasarán a decidir qué hacer con dicha empresa. Es posible que en el largo plazo estas propuestas reduzcan el coste del cumplimiento de los derechos del acreedor.

En conclusión, podemos decir que la protección legal en sí misma no es suficiente para asegurar los rendimientos al inversor. La efectividad de los derechos con que cuentan los inversores se verá condicionada por su predisposición y capacidad para utilizarlos, teniendo en tales aspectos la estructura de la propiedad existente en la empresa, una influencia decisiva (Palacín, 1997).

1.4. MECANISMOS DE GOBIERNO DE LA EMPRESA: UNA SOLUCIÓN A LOS PROBLEMAS DE AGENCIA.

El trabajo de Berle y Means en los años 30 abre todo un debate en torno a la propiedad y el control de la empresa y constituye el punto de partida de los análisis posteriores que han tratado de encontrar mecanismos de control con el ánimo de evitar los costes de agencia entre directivos y accionistas. En la actualidad, el debate continúa abierto ya que no existen evidencias que nos permitan establecer conclusiones definitivas sobre el efecto supervisor que ejercen los distintos mecanismos de gobierno propuestos en la literatura.

Los mecanismos disponibles para el gobierno de empresas se clasifican según su carácter, externo o interno, a la organización.

1.4.1. Mecanismos de control interno.

Dentro de los mecanismos de control interno podemos distinguir: los contratos de incentivos, el Consejo de Administración, la estructura financiera de la

empresa, y la Junta General de Accionistas cuya actuación se ve condicionada por la identidad y la concentración del accionariado de la empresa.

a) Contratos de incentivos.

Los contratos de incentivos tienen por objetivo el establecimiento de un vínculo ex-ante entre los intereses de los directivos y la creación de valor en la empresa. En la medida en que los intereses de los directivos estén más vinculados a los de los accionistas debería incrementarse la probabilidad de que actúen en interés de los mismos. Los contratos de incentivos pueden adoptar una variedad de formas, incluyendo la vinculación directa con los rendimientos de la empresa (medidos en términos contables o de mercado), la propiedad de acciones, las opciones sobre acciones, o la amenaza de despido si los ingresos son bajos (Jensen y Meckling, 1976 y Fama, 1980).

Los contratos de incentivos son bastantes comunes en la práctica aunque no son carentes de problemas.

a.1) Contratos de incentivos que vinculan la remuneración directiva con la creación de valor.

En primer lugar, algunos estudios, partiendo del trabajo de Berle y Means, encuentran una relación positiva entre el pago a los directivos y el rendimiento de la empresa, rechazando por lo tanto la hipótesis de una completa separación entre propiedad y control (Benston, 1985; Kaplan, 1994 a y b; Mehran, 1995¹⁴). Sin embargo, la existencia de un componente variable¹⁵ dentro de la remuneración del directivo basado en los rendimientos generados va acompañado de una serie de problemas (Byrd et al., 1998):

- es difícil identificar las medidas de rendimiento apropiadas ya que los accionistas desconocen a priori lo que van a querer de los directivos.

¹⁴ Mehran (1995) encuentra una relación positiva entre ambos el porcentaje de remuneración que reciben los directivos en forma de acciones y el porcentaje de fondos propios que poseen estos y el rendimiento de la empresa.

¹⁵ En Alemania el 50% de los directivos de las empresas medianas reciben remuneraciones basadas en el rendimiento siendo el componente variable menor del 15% de la remuneración total. Por otro lado, Cavanagh (1996) encuentra que del 80% al 100% de los directivos de las empresas americanas reciben remuneraciones basadas en rendimientos siendo superiores al 50% del salario anual.

- la recompensa a posteriori resulta menos efectiva a medida que los directivos se acercan a la edad de jubilación.

- el carácter adverso al riesgo de los directivos hace que prefieran una remuneración con el menor riesgo personal y por ello, salarios fijos.

Asimismo, la vinculación de la remuneración directiva al precio de las acciones puede ser una medida imperfecta de su actuación, debido al excesivo componente aleatorio que incorpora. Por ello, la inclusión de la información contable en las remuneraciones de los directivos ha sido considerada como reductora de la incertidumbre asociada al precio de las acciones, protegiendo a los directivos de las fluctuaciones en el valor de la empresa que no son debidas a su actuación. Esto explica según Sloan (1993) el incremento experimentado en el uso de los incentivos retributivos basados en la información contable. Sin embargo, al estar basados en datos contables, las medidas de rendimiento pueden estar sujetas a la manipulación de los directivos. En segundo lugar, la selección de la medida adecuada de rendimiento puede provocar que los directivos centralicen sus actividades (por ejemplo, si la remuneración está en función de los beneficios, el directivo tratará de vender más a expensas de la rentabilidad). Por último, dado que las medidas contables se fijan en datos pasados, son una pobre medida del valor creado por las nuevas inversiones, lo que podría motivar el "cortoplacismo" en las decisiones de la dirección¹⁶.

Según Byrd et al. (1998) la importancia relativa de la remuneración basada en datos contables o en el mercado depende de lo bien que los rendimientos contables y los precios de mercado midan los aspectos de rendimiento específicos de la empresa, de las restricciones de liquidez a las que se enfrenta la empresa y de las oportunidades de crecimiento disponibles para ésta. Las medidas basadas en datos contables tienden a ser más importantes cuando los rendimientos del mercado vienen condicionados por factores externos; la remuneración basada en el mercado es más

¹⁶ De ahí que algunas empresas estén implantando sistemas de incentivos a largo plazo para los directivos (por ejemplo, en el BBV existe el sistema variable a largo plazo que vincula las retribuciones presentes a los resultados de los años venideros, que se pagan con carácter retroactivo).

importante cuando las empresas se enfrentan a restricciones de liquidez y tienen grandes oportunidades de crecimiento.

En España, Crespi y Gispert (1998) encuentran una relación positiva entre la remuneración del consejo y el rendimiento de la empresa y del sector, que es más acentuada cuando se utilizan valores contables en lugar de valores de mercado. Además, la estructura de gobierno de la empresa (medida a través de la concentración de propiedad) resulta relevante para explicar la relación remuneración-rentabilidad, pero sólo en el caso de utilizar rendimientos de mercado. Aunque la teoría predice que la concentración accionarial debería reducir la importancia de la remuneración de los consejeros para fomentar su esfuerzo, ya que se produce una mayor observación del mismo y un posible efecto sustitución entre el comportamiento supervisor de la remuneración basada en los rendimientos y la concentración accionarial, la evidencia empírica encuentra que no existe una disminución en la influencia de los resultados contables sobre la remuneración cuando la propiedad está concentrada. Esta evidencia no es compartida por otros autores, que llegan a afirmar la existencia de una relación negativa entre la remuneración directiva y la estructura de propiedad (Core, Holthausen y Larcker, 1999)¹⁷.

a.2) Contratos de incentivos a través de la propiedad de acciones o de opciones sobre acciones.

Murphy (1997) plantea la necesidad de realizar cambios en los sistemas retributivos para responder a las nuevas realidades, de manera que los contratos efectivos basados en los resultados combinen las retribuciones en términos de salario fijo por debajo del salario de mercado, con pagas potencialmente elevadas condicionadas por la apreciación de las acciones de la empresa.

¹⁷ Véase Pérez, de la Fuente y Hernangomez (1999) para una revisión de los trabajos que relacionan la estructura de propiedad con la retribución directiva.

Los directivos negociarán tales contratos cuando consideren que las ganancias o el precio de las acciones tiene probabilidad de aumentar, o incluso manipularán los datos contables y la política de inversión para incrementar su salario¹⁸. En este sentido, Yermack (1997) encuentra que los directivos reciben opciones sobre acciones justo antes de un anuncio de buenas noticias, por lo que sus resultados sugieren que las opciones no actúan como incentivo sino como un mecanismo de actuar en su propio beneficio.

Sin embargo, otros autores, como Hall (2000), consideran que las opciones sobre acciones son el mejor mecanismo de remuneración para lograr que los gestores actúen de manera que aseguren el éxito a largo plazo de la empresa y el bienestar de sus trabajadores y *stockholders*. Además, las opciones sobre acciones se consideran un medio de retribución hasta tres veces más barato que la entrega de acciones, ya que el poseedor de la opción recibe sólo el incremento por la apreciación sobre el precio de ejercicio, mientras que el titular de acciones recibe todo el valor de la acción más los dividendos correspondientes. Sin embargo, no todos los planes de opciones sobre acciones incentivan a los directivos de la misma manera, distinguiéndose tres clases distintas de planes de compensación basados en opciones.

En el caso de planes plurianuales, los directivos pueden recibir un valor fijo de opciones durante el periodo de vigencia del plan, o bien, un número fijo de opciones, siendo el incentivo a crear valor menor en el primer caso que en el segundo.

¹⁸ En España, el 18% de los directores generales, el 12% de los altos directivos y el 8% de los mandos intermedios de las empresas españolas poseen algún tipo de participación (acciones, opciones sobre acciones o derechos de apreciación de acciones) en la propiedad de la sociedad en la que trabajan (Melle Hernández, 1998).

Sin embargo, el plan más utilizado y que provoca mayores incentivos para la creación de valor es el denominado “megagrant” que consiste en recibir en el momento actual un número de opciones con un determinado precio de ejercicio. Sin embargo, este plan incrementa el denominado riesgo de retención de los ejecutivos, ya que si el precio de las acciones baja, éstos carecerán de incentivos y se trasladarán a otras empresas a no ser que sus opciones sean revaloradoras mediante la reducción del precio de ejercicio¹⁹.

Por lo tanto, tal como indica Cuervo (1998a), estos sistemas de remuneración basados en acciones o en opciones sobre acciones pueden presentar un serio problema ante una caída generalizada y continuada de las cotizaciones en los mercados de capitales. En dichas situaciones se vuelve a pensar en compensaciones unidas al crecimiento de los beneficios a largo plazo.

Además, aunque en principio resulta interesante para los accionistas vincular la remuneración de los directivos a una parte variable constituida por acciones que les motivaría a adoptar mayores riesgos, no resulta óptimo vincular toda la remuneración al precio de las acciones (Paul, 1992 y Sloan, 1993)²⁰, habiéndose encontrado evidencia de que los contratos de incentivos basados en acciones no garantizan el alineamiento de intereses entre directivos y accionistas (Campbell y Wasley, 1999).

a.3) Sistemas de incentivos basados en el temor a la destitución de los directivos si no crean valor.

Generalmente, los estudios que analizan los cambios de los ejecutivos encuentran una relación negativa entre el rendimiento de la empresa y la probabilidad de que se destituya al directivo (Gilson, 1989; Jensen y Murphy, 1990). Sin embargo, algunos autores como Warner, Watts y Wruck (1988) encuentran que la probabilidad de que se despida al directivo aumenta significativamente sólo

¹⁹ Esta práctica es muy habitual en las empresas americanas de Silicon Valley. Sin embargo, en España en 1999, únicamente once empresas del Ibex 35 cuentan con un programa de este tipo, y sólo siete informan de ello en su memoria facilitando cifras globales (BSCH, Telefónica, ACS e Indra, entre otras).

²⁰ La utilización de acciones para remunerar a los directivos se utiliza más en empresas con mayor número de consejeros externos, menor porcentaje de acciones en manos de internos y menor concentración de propiedad en externos (Mehran, 1995).

cuando la empresa pertenece al grupo de menor rendimiento medido a través del rendimiento de sus acciones durante el año anterior. En realidad, muchos directivos se preparan con contratos blindados (“golden parachutes”) para su posible salida de la empresa, lo que restará eficacia a este mecanismo de control.

A pesar de todo, la evidencia empírica demuestra que los sistemas de retribución e incentivos, han resultado ser poco explicativos del valor creado en la empresa. En este sentido, el trabajo de Jensen y Murphy (1990) estudia la asociación entre la variación de la riqueza de los accionistas y la variación de la riqueza de los directivos en grandes empresas americanas contrastando empíricamente la hipótesis nula de que el sistema de retribución de directivos alinea adecuadamente los objetivos de los directivos con los objetivos de los accionistas. Para ello realizan un análisis de regresión explicando la variación de la riqueza del directivo (determinada por el salario y la prima que recibe, las opciones sobre acciones que posee, la probabilidad de perder su trabajo y el valor de las acciones de la empresa que detenta) en función de la variación de la riqueza del accionista (rentabilidad de las acciones ordinarias en el año t multiplicado por el valor de la empresa al final del año anterior). Los resultados indican una variación en la riqueza del directivo de 3,25 dólares por cada 1000 dólares de variación en la riqueza de los accionistas lo que les lleva a rechazar la hipótesis de alineación de objetivos²¹. Por su parte, Kaplan (1994 a, b) muestra que la sensibilidad del salario (y el despido) al rendimiento es similar en Estados Unidos, Alemania y Japón, a pesar de que los niveles medios de pago sean mayores en Estados Unidos.

Por ello, aunque se haya observado un incremento en el precio de las acciones producido por la introducción o el cambio en los planes de compensación, puede que éste no sea el resultado de la validez de los incentivos retributivos para reducir los costes de agencia, sino que se deba a ventajas fiscales o a la aplicación de un método contable diferente que afecte a los beneficios.

Por lo tanto, del mismo modo que sería un error a partir de esta evidencia emitir una conclusión sobre la escasa importancia que los directivos otorgan al rendimiento, resulta igualmente problemático argumentar que los contratos de

²¹ Resultados similares obtiene Yermack (1996).

incentivos resuelven completamente el problema de agencia. Así, se hacen necesarios otros mecanismos de control complementarios, que pasamos a comentar.

b) Los consejos de administración

Los Consejos de Administración, en los que los accionistas delegan no sólo la responsabilidad de vigilar, compensar y sustituir a los gestores, sino también la aprobación de los grandes proyectos estratégicos, juegan un papel importante en la supervisión de la empresa y en particular en la supervisión del alto directivo. Sin embargo en la práctica, los Consejos sólo tendrán éxito en su labor supervisora si están compuestos por grandes accionistas que tengan un incentivo a invertir los recursos requeridos para llevar a cabo dicha labor supervisora (Prowse, 1994). Por otro lado, la presencia de miembros externos a la empresa en el Consejo de Administración también ha sido considerada como fundamental para la consecución del objetivo de supervisión que se persigue (Agrawal y Knoeber, 1996). La eficiencia de los Consejos en sus tareas se ha aproximado por el número de consejeros. De hecho, hay estudios que demuestran una relación significativa y negativa entre el número de consejeros y la creación de valor para las empresas (Yermack, 1996 y Eisenberg, Sundgren y Wells, 1998).

La estructura de los consejos varía entre los distintos países. En Alemania, el Consejo Ejecutivo asume la responsabilidad de la gestión diaria, pero el control de éste y la elección de sus miembros recae sobre el consejo de Vigilancia. En Japón, la mayoría de los consejeros son directivos de la propia empresa y es el presidente ejecutivo el que designa a sus miembros. De ahí que la labor de control del Consejo sobre los directivos apenas tenga relevancia y que la supervisión recaiga en una serie de comités informales, entre los que destaca una especie de club presidencial ("shacho-kai") del que forman parte las principales compañías del grupo ("keiretsu") con intereses en la empresa (Kojima, 1995). Los consejos en Estados Unidos son de tipo mixto (Charkham, 1994).

La cuestión sobre la eficiencia de estos consejos ha sido objeto de controversia²². La hipótesis contrastada generalmente es que el Consejo ejerce un papel disciplinario efectivo si la probabilidad de sustituir a los altos directivos está inversamente relacionada con los resultados de la empresa. En este sentido, Weisbach (1988) encuentra que los consejos, especialmente aquellos dominados por directores externos, reemplazan a los altos directivos después de haber obtenido rendimientos bajos en Estados Unidos²³.

Por otro lado, la eficiencia de los consejos también ha sido analizada en función del número de consejeros externos o independientes que forman parte de él. Sin embargo, algunos estudios no encuentran evidencia significativa de la relación entre la representación de los consejeros externos y la frecuencia de sustitución de los directivos (Hermalin y Weisbach, 1991; Shivdasani, 1993 y Hirshleifer, 1992). En esta misma línea, un trabajo reciente, centrado en las empresas de Estados Unidos, tampoco encuentra relación entre consejeros externos y rentabilidad (Reynolds, 1998). Para el caso español, esta relación tampoco es concluyente, no cumpliéndose el papel disciplinario de las decisiones de sustitución de los miembros de la alta dirección (Fernández, 1997a). Ello asemejaría estos consejos a los de Japón y Alemania, en los que se ha observado un comportamiento bastante pasivo de los consejos salvo en casos extremos.

Otros trabajos que han basado el análisis de la eficacia de los consejos en los rendimientos anormales obtenidos ante un anuncio de cambio en la composición de los miembros de dicho consejo no han permitido tampoco emitir una conclusión definitiva sobre el mayor papel supervisor de los consejeros externos frente a los internos. Así, Rosenstein y Wyatt (1997) encuentran una reacción negativa de los precios de las acciones ante el anuncio de que un interno (trabajador de la empresa) vaya a formar parte del consejo cuando éste posee menos del 5% del capital de la empresa, positiva cuando su nivel de propiedad está entre el 5% y el 25%, y no significativo cuando la propiedad excede del 25%. Estos resultados sugieren que los

²² Véase John y Senbet (1998).

²³ Mork, Sheleifer y Vishny (1989) encuentran también una mayor sustitución de directivos por parte del consejo en empresas que rinden por debajo de otras empresas de la misma industria. Pero si es la industria la que se encuentra en declive, el consejo no actuará y el reemplazamiento directivo se deberá a una adquisición hostil.

beneficios esperados derivados de la experiencia de un director interno sobrepasan los costes esperados del atrincheramiento sólo cuando los intereses de los directivos y de los accionistas externos están alineados. Entre el 5% y el 25% de propiedad también encuentran una relación positiva entre la reacción de los precios y la proporción de externos en el consejo. Estos resultados sugieren que es la propiedad accionarial la que condiciona la eficacia de los consejos con respecto a su composición y no la diferenciación entre consejeros externos e internos, en sí misma. La influencia de la estructura accionarial en la composición de los consejos ha sido también estudiada por Whidbee (1997) y Park y Rozeff (1996) pudiendo encontrar evidencia a la "hipótesis de poder de negociación y de votación" ya que encuentran una presencia de externos en el consejo superior cuanto menor es la propiedad interna y mayor es la propiedad institucional o la propiedad externa, frente a la "hipótesis de sustitución" que plantea que en presencia de accionistas externos mayoritarios es menos necesario el nombramiento de consejeros independientes sustituyendo aquellos la función supervisora de éstos.

Las reformas de los consejos²⁴ centran las recomendaciones en promover un consejo activo, dedicado, informado e independiente. Así mismo, una estrategia para mejorar la eficacia de los consejos de administración es la vinculación de los consejeros con la empresa, convirtiéndoles por ejemplo en accionistas, como sucede en gran parte de las empresas norteamericanas. Sin embargo, en España prácticamente ninguna de las empresas que cotiza en la Bolsa de Madrid retribuye mediante acciones a sus consejeros²⁵.

²⁴ Dichas reformas se promueven a través de los informes, Dey (Canadá), Cadbury, Greenbury y Hampel (Reino Unido), Viénot (Francia), Peters (Holanda), Olivencia (España), entre otros.

²⁵ Melle Hernández (1998) y Eguidazu (1999).

No existe, pues, evidencia documentada sobre la existencia de consejeros independientes con capacidad de control de la dirección que eviten las restricciones al mercado de control, incentiven la mejora de resultados y tengan capacidad para sustituir la mala dirección. Más que la composición del consejo, que distingue entre consejeros externos e internos, conviene estudiar la concentración de la propiedad y su capacidad de control del gobierno de la empresa, el correcto funcionamiento de los mercados de control y los niveles de competencia en los mercados de factores y productos (Cuervo, 1998a).

El origen de la reforma del funcionamiento del consejo de administración en Estados Unidos surge por la pérdida de eficacia del mercado de control corporativo a finales de los años ochenta, en un contexto de propiedad difusa y de control de los consejos por los directivos. Sin embargo, en España la reforma de los consejos basada en estos supuestos no es aplicable, ya que existe una elevada concentración accionarial y los consejos se encuentran controlados por los grandes accionistas. El problema de los consejos en España no es el conflicto entre directivo y accionista, sino el existente entre accionista mayoritario y minoritario, donde el accionista mayoritario puede obtener beneficios privados, por lo que la reforma debería ir encaminada a proteger los derechos de los accionistas minoritarios y a aumentar la información sobre las actividades de la empresa para reducir problemas de conflictos de intereses de los grandes accionistas y directivos con inversores potenciales y otros grupos de la empresa.

c) Estructura financiera

En cuanto a la estructura financiera de la empresa, si la deuda de la misma se encuentra concentrada en manos de unos pocos bancos o unos pocos prestamistas, estos inversores tendrán un incentivo para supervisar y su amenaza de no proveer fondos a la empresa, a no ser que el director actúe adecuadamente, carece de costes y es bastante creíble en empresas que precisan de dicha financiación o carecen de fácil acceso a otras fuentes de financiación externa. Sin embargo, los acreedores se preocupan más de la probabilidad de impago y del valor de la empresa cuando ésta ofrece escasos rendimientos que de la maximización del valor de la empresa por parte de los directivos en sí misma. Este hecho nos lleva a considerar un mecanismo

de supervisión más completo según el cual los grandes prestamistas de la empresa forman parte del capital de la misma como grandes accionistas (Stiglitz, 1985).

d) La Junta General de Accionistas

Los accionistas que estén en desacuerdo con la gestión de la dirección y con el funcionamiento del consejo pueden utilizar su voto en la Junta General para reemplazar a los consejeros y destituir a los directivos. Como señala Ortuño Ortín (1992) la Junta General de accionistas puede entenderse como el mecanismo que finalmente controlará el comportamiento de los directivos. Sin embargo, una limitación de este método de control es la existencia de comportamientos "free-rider" que surgen porque los beneficios de la supervisión se recogen en proporción al porcentaje de acciones, pero los costes recaen íntegramente en los accionistas que estén dispuestos a adquirir la información necesaria para evaluar adecuadamente el funcionamiento de la empresa. Por tanto, la concentración de la propiedad puede afectar positivamente a la efectividad del control de la gerencia, a costa de una menor diversificación. La concentración accionarial, la identidad de los inversores y su influencia en la creación de valor de la empresa serán ampliamente tratados en el capítulo siguiente.

1.4.2. Mecanismos de control externos.

Como mecanismos externos distinguimos el mercado de trabajo directivo, el mercado de control societario, el mercado de productos y factores, y el mercado de valores, cuya actuación supervisora e influencia sobre el gobierno de la empresa puede venir condicionada por la estructura accionarial existente en la misma puesto que, por un lado, la mayor propiedad interna, que alinea intereses de accionistas y directivos, reduce la importancia supervisora del mercado de trabajo directivo y del mercado de bienes y servicios; y por otro, la mayor concentración del accionariado o la menor propiedad interna puede aumentar la probabilidad de actuación del mercado de control societario.

a) El mercado de trabajo directivo.

El mercado de trabajo directivo puede ayudar a controlar los costes de agencia basándose en las oportunidades de trabajo futuras del directivo y en la

reputación en el mercado de trabajo. Estos dos factores incrementan el incentivo de los directivos a no tomar decisiones en beneficio propio a expensas de los accionistas y a ejercer una mayor actividad de supervisión (Gilson, 1989 y 1990; Cannella, Fraser y Lee, 1995; Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983; Kaplan y Reishus, 1990).

En este sentido, la existencia de directivos potenciales que pueden sustituir a los existentes en la empresa se configura como un mecanismo de alineamiento de intereses entre accionistas y directivos (Agrawal y Knoeber, 1996). Sin embargo, a pesar de que la existencia de oportunidades de empleo externas sirve para disciplinar a los directivos y a los consejeros que los controlan, y la inexistencia de oportunidades puede inducir a los directivos a atrincherarse y a resistirse a potenciales cambios de control, no se constata un funcionamiento del mercado de directivos con capacidad para condicionar su comportamiento.

b) El mercado de control societario.

Las tomas de control a partir de la adquisición de un porcentaje del capital de la empresa deseada que permita ejercer su control en el mercado de valores, especialmente si son hostiles, tienden a disciplinar la labor de los gestores. Diversos estudios han puesto de manifiesto los enormes cambios registrados en el equipo directivo tras el éxito de una OPA hostil (Franks y Mayer, 1992 y Martin y McConnell, 1991). También se ha confirmado la obtención de importantes ganancias por parte de los propietarios de la empresa adquirida en las semanas inmediatamente posteriores al anuncio de la oferta.

c) Mercado de bienes y servicios

Otra de las fuerzas capaces de disciplinar la actuación de los gestores es la competencia en los mercados de bienes y servicios que puede amenazar de quiebra a las empresas que no son dirigidas eficientemente por sus directivos. Las empresas que no ofrecen los productos deseados por los consumidores, a precios satisfactorios, a largo plazo están llamadas a desaparecer, es decir, cuando la empresa actúa en un entorno competitivo, las fuerzas de la competencia en el mercado presionan para que el objetivo de la empresa sea el de maximizar su valor.

d) Mercado de valores

El mercado de valores tiene también la responsabilidad de disciplinar a los malos gestores. La premisa básica sobre la que descansa el funcionamiento de esos mercados es que los inversores tienen el derecho a decidir cómo se emplea y controla su propiedad. Cualquier equipo directivo, si cree que puede extraer mejores resultados de una empresa, tiene la posibilidad de ofrecer un premio sobre el valor de las acciones para hacerse con el control de la misma. Esta competencia por el dominio de las empresas garantiza, al menos teóricamente, que el interés de los gestores esté alineado con el de los propietarios. Sin embargo, para que esa competencia sea factible es preciso que los mercados de valores sean suficientemente líquidos y que los derechos de los accionistas prevalezcan sobre los de los empleados y gestores. Asimismo, se requiere igualdad de acceso a la información y protección de los pequeños accionistas frente a eventuales abusos de los más grandes.

Sin embargo, Prowse (1994) establece que en la práctica estos mercados (mercado de control societario, mercado de bienes y servicios y mercado de valores) son imperfectos y su efecto sobre el control directivo es menor de lo que cabría esperar. Primero, las tomas de control han demostrado ser un mecanismo costoso y poco frecuente para solucionar los problemas de control empresarial. Segundo, a pesar de que el mercado de productos puede amenazar a los directivos con la quiebra si no alcanzan un nivel mínimo de eficiencia, no tiene fuerza suficiente para evitar que los directivos se apropien de la riqueza del accionista. Tercero, el mercado de capitales puede restringir el comportamiento directivo en aquellas empresas en las que es necesaria la financiación externa, ya que en aquellas empresas con flujos de caja elevados es menos probable que el mercado discipline las acciones directivas ya que no es necesario acudir a los mismos.

Por lo tanto, la falta de eficiencia de los distintos mecanismos de supervisión, la interrelación entre los mismos y la ausencia de un mecanismo considerado superior, junto con la necesidad y objetivo común de varios países de reforzar los mecanismos de control externo e internos, ha creado el clima propicio para el desarrollo de diversos códigos de conducta o de "buen gobierno" en la empresa. En el caso de España se concreta en el Informe Olivencia de 26 de febrero de 1998, que

se entiende como la repuesta a una gran demanda que desde sectores profesionales y los propios mercados vienen reclamando mayores cotas de eficacia, agilidad, responsabilidad y transparencia en el gobierno de las sociedades para alcanzar una mayor credibilidad y una mejor defensa de los intereses de todos los accionistas. Además, esta necesidad se ha visto incrementada por la política de privatizaciones y venta de sociedades públicas, que se traducirá en un notable aumento del número de accionistas, con derecho a ejercer mayor protagonismo en su administración. Otros informes elaborados en este mismo sentido son el Informe Cadbury (Reino Unido, 1992) o el reciente Informe Hampel (1998), Viénot (Francia, 1995) y Peters (Holanda, 1996).

En España, el cumplimiento de las recomendaciones del Código, referidas en términos generales a la composición, remuneración y funciones del Consejo de Administración, la relación con los accionistas y Comités de Auditoría, es de carácter voluntario. Sin embargo, ya ha habido varias empresas que han adaptado su normativa interna al Código de Buen Gobierno (21 empresas a principios de 1999). Además otras tantas han elaborado un reglamento interno de conducta (9 empresas) y se comienzan a presentar informes sobre el grado de cumplimiento del Código.

1.5. EFICACIA DE LOS MECANISMOS DE GOBIERNO.

Las diferencias que se observan entre los distintos países en cuanto a la utilización de unos mecanismos de gobierno u otros no son el resultado únicamente de aspectos históricos o culturales del país, sino de la diferente legislación a la que están sometidos. Estas diferencias son principalmente de dos tipos: por un lado, la restricción legal a que los grandes inversores sean inversores "activos" en la empresa; y por otro, el grado en que se limita a las empresas el acceso a fuentes de financiación externas no bancarias, a través del mercado de capitales o la financiación extranjera.

Las principales restricciones normativas al control corporativo aparecen recogidas en el cuadro 1.2. en el que distinguimos cinco países, de los cuales Estados Unidos y Gran Bretaña pertenecerían a los países que se centran en los mecanismos de gobierno externos y que desde el punto de vista financiero se han clasificado dentro del modelo anglosajón o basado en los mercados, y por otro lado, Japón y Alemania donde predomina la utilización de los mecanismos de gobierno internos y que se han clasificado dentro del modelo continental o basado en los bancos. Por último incluimos España, ya que es el país objeto de estudio en este trabajo. Cabe destacar la mayor restricción a la participación en el capital a la que están sometidos Estados Unidos y Gran Bretaña, frente a la mayor libertad existente en Japón y Alemania.

La importancia de los distintos mecanismos de gobierno y la estructura accionarial derivada de la regulación existente en cada país han sido recogidas en los cuadros 1.3. y 1.4. respectivamente. En Estados Unidos, el hecho de que las empresas se centren en mecanismos de control externos no significa que los mecanismos internos sean inexistentes, sino que éstos son más débiles y actúan más despacio que los mecanismos de control interno en otros países. Además, las restricciones legales a la concentración de la propiedad y el control ejercido por bancos, fondos de inversión, compañías de seguros y otras instituciones hace que los grandes accionistas, y especialmente, la propiedad mayoritaria sean poco corrientes²⁶. Sin embargo, incluso en Estados Unidos, la propiedad no está completamente dispersa, y la concentración de la propiedad en las familias y otros inversores es más corriente de lo que generalmente se cree. Holderness y Sheehan (1988a,b) encuentran de hecho cientos de casos en los que los accionistas poseen más del 51% en las empresas públicas americanas.

En Gran Bretaña, a pesar de que las instituciones financieras poseen una gran parte del capital de las empresas, en la mayoría de los casos actúan como agentes para beneficiar a otros inversores y no por cuenta propia. Esta función de agente, realizada a través de fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros

²⁶ Esto no significa que los bancos y otras instituciones financieras no ejerzan el control cuando la ley les permite hacerlo. Gilson (1990) establece que el papel de control de la banca se produce cuando las empresas están en quiebra utilizando para ello una muestra de 111 empresas que cotizan en la bolsa.

o bancos, está regulada por ley de manera que las carteras sean líquidas dando lugar a pequeñas participaciones en una gran variedad de empresas. Los mecanismos de control externos se han convertido también en este país en la principal vía para disciplinar el comportamiento directivo.

En Japón la concentración de la propiedad y de la deuda es bastante elevada siendo los bancos los principales accionistas de la mayoría de las empresas y siendo también comunes las grandes participaciones inter-empresas (Prowse, 1992; Berlof y Perotti, 1994). El mercado de control resulta bastante inactivo en este país.

Por su parte, en Alemania la concentración de la propiedad es elevada entre las grandes empresas, lo suficiente como para incentivar a los grandes accionistas a supervisar al director. Los bancos comerciales suelen tener el control sobre un cuarto de los votos en las grandes empresas, mientras que en las empresas pequeñas, la norma es el control familiar a través de la propiedad mayoritaria o pirámides, en las que el propietario controla el 51% de la empresa, y por tanto el 51% de sus filiales y así sucesivamente (Franks y Mayer, 1994). Los bancos tienen menos control que en Japón dado que las empresas alemanas se financian principalmente con autofinanciación y las tomas de control son casi inexistentes.

La principal ventaja de los sistemas japonés y alemán radica en la supervisión directa del directivo de bajo coste a través de los bancos y de los grandes accionistas en comparación con los países anglosajones en los que se hace uso de las tomas de control que resultan más costosas para conseguir el mismo fin. Sin embargo, en el caso japonés el entorno legal y regulatorio que permite que dicho sistema funcione parece insostenible en el largo plazo. En otras palabras, mientras que el modelo japonés parece ser mejor desde el punto de vista de la maximización del valor de la empresa, tendrá otros costes que lo harán inapropiado en el largo plazo.

Por otro lado, la distribución del accionariado y la identidad de los grandes accionistas, que figura en el cuadro 1.4, tienen implicaciones sobre el gobierno de la empresa. Los particulares o familias, las instituciones financieras o las empresas no financieras tendrán diferentes habilidades en la supervisión, un mayor o menor incentivo para supervisar e incluso distintos objetivos. En España, si bien observamos que la estructura de propiedad ha permanecido bastante estable durante

los seis años que hemos considerado, cabe destacar la disminución de la participación en el capital de las empresas del sector público, derivada de las últimas privatizaciones, y el aumento de la participación accionarial de las familias tanto directamente como indirectamente a través de la inversión colectiva. Sin embargo, la presencia de los accionistas institucionales, considerando como tales la inversión colectiva, los fondos de pensiones y las compañías de seguros (sin incluir los bancos), es todavía reducida en España. Ello se debe principalmente a su reciente desarrollo (los fondos de pensiones en 1987, y las instituciones de inversión colectiva en 1984), y a la rigidez de las disposiciones legales, ya que ni los fondos de pensiones ni los de inversión pueden invertir en más del 5% de los valores de una misma entidad que estén en circulación.

Por su parte, la participación de los inversores extranjeros ha permanecido bastante estable en los últimos años en España. En este sentido, Swee-Sum Lam (1997) analiza el impacto de las restricciones a la propiedad extranjera²⁷ sobre el valor de la empresa, encontrando que imponer (relajar) tales restricciones reduce (incrementa) el valor de la empresa. Por ello, quienes tienen dichas restricciones a la propiedad extranjera o están pensando imponerlas deberían revisar sus decisiones, sobre todo cuando empresas de economías desarrolladas como Nestlé (Loderer y Jacobs, 1995) están comenzando a eliminar, o al menos relajar, tales restricciones.

La elevada concentración del accionariado en la empresa española provoca que en muchos casos tales accionistas, más que tener predisposición para supervisar a los directivos, la tengan para asumir la gestión. Este hecho unido a sus posibilidades para controlar la junta de accionistas y el consejo de administración, gracias a los derechos que la ley les reconoce, origina que tales accionistas puedan quedar prácticamente fuera del alcance de cualquier tipo de regulación interna. Además, es de esperar que en la empresa española cotizada existan menores problemas de agencia, no porque los mecanismos de control interno sean más efectivos para corregir problemas derivados de la separación entre propiedad y

²⁷ Varias economías desarrolladas tales como Suiza, Finlandia, Suecia y Noruega han impuesto restricciones a la propiedad extranjera en las acciones de sus empresas. Las economías en desarrollo de Asia tales como Singapur, Malasia, Tailandia, Indonesia, Filipinas, Taiwan, Corea del Sur y China han impuesto restricciones similares sobre sus acciones.

control, sino porque tal separación es menor, convirtiéndose el problema de agencia principalmente en un conflicto entre accionistas mayoritarios y minoritarios.

En resumen, se considera que un sistema de gobierno es superior a otro cuando consiga mitigar el mayor número de costes de agencia al menor coste posible, a pesar de que cada uno resulte "óptimo" dentro de sus propias restricciones legales y regulatorias (Prowse, 1994). A pesar del amplio debate existente sobre el tema, creemos que ni la teoría ni la evidencia empírica nos dice cuál de los sistemas de gobierno es mejor. En este sentido, no estamos sorprendidos de ver como unos sistemas de gobierno se mueven hacia otros, como queda patente por la gran popularidad que están tomando los grandes accionistas en Estados Unidos, la emergencia de los mercados de deuda pública en Japón y el creciente desarrollo del sistema de mercado americano en Alemania.

Así, el gobierno de la empresa se ha convertido en una cuestión de gran importancia empírica. Incluso en las economías de mercado avanzadas, no existe unanimidad en lo buenos o malos que resultan los mecanismos de gobierno existentes. Por ejemplo, mientras que Easterbrook y Fishel (1991) y Romano (1993) realizan una valoración bastante optimista de los sistemas de gobierno en Estados Unidos, Jensen (1989, 1993) considera la transformación hacia organizaciones altamente endeudadas, similares a las LBOs. En este sentido, se ha observado también cómo sistemas de gobierno diferentes, como son los de Alemania, Japón y Estados Unidos, generan resultados similares²⁸. Ello se justifica por el hecho de que los tres países pertenecen a economías de mercado desarrolladas, pudiendo establecerse que las diferencias en el gobierno de la empresa son importantes en función de dos aspectos: la competencia (la empresa no puede sobrevivir si no maximiza el valor) y la necesidad de capital por parte de la empresa (cuando la empresa está en una fase de crecimiento es difícil conseguir financiación para llevar a cabo un crecimiento excesivo o no rentable).

²⁸ Kaplan (1997) encuentra en los tres sistemas de gobierno un aumento de la rotación de directivos cuando se producen bajos rendimientos y la influencia de los rendimientos en la remuneración directiva

INSTITUCIÓN	ESTADOS UNIDOS	GRAN BRETAÑA	JAPÓN	ALEMANIA	ESPAÑA
BANCOS	Se prohíbe la participación en el capital de las empresas o la aprobación previa por parte de la reserva federal. La participación debe ser pasiva.	El Banco de Inglaterra puede disuadir la participación por razones prudenciales.	Antes de 1987 los bancos podían poseer hasta el 10% de una empresa. Después de 1987 sólo pueden detentar como máximo el 5%.	No existen restricciones, salvo algunas reglas de tipo prudencial de carácter general.	El riesgo contraído frente a una misma persona o grupo económico no podrá exceder cada uno del 25% de los recursos propios de la entidad o grupo (40% hasta el 31 de diciembre de 1998) siendo el límite del 20% (30% hasta finales de 1998) para los riesgos que se mantengan frente a personas o entidades no consolidables, pero con las que exista una relación de control. Conjunto de grandes riesgos no podrá superar el 800% de sus recursos propios.
COMPAÑÍAS DE SEGUROS DE VIDA	Pueden detentar hasta un 2% del capital de una empresa. Hasta un 20% de sus activos puede estar invertido en participaciones empresariales.	Autolimitación a la participación en empresas para evitar problemas de liquidez.	Pueden detentar hasta el 10% del capital de una empresa.	Pueden detentar hasta el 20% de los fondos propios de una empresa.	Las acciones que adquieran deben cotizar en Bolsa. Límite de 10% de reservas técnicas en títulos (acciones, obligaciones, etc.) emitidos por una misma empresa.
OTRAS COMPAÑÍAS DE SEGUROS	Está prohibido el control de una compañía no de seguros.			Sin restricciones.	
FONDOS DE INVERSIÓN	Penalización fiscal y restricciones reglamentarias si la participación en la empresa es superior al 10%	No pueden poseer participaciones relevantes en las empresas.	Sin restricciones	Sin restricciones.	Prohibida la adquisición de acciones superior al 5% del capital de una empresa, o adquisición de acciones de una misma empresa que superen el 5% del activo de la institución.
FONDOS DE PENSIONES	Deben estar diversificados.	Autolimitación a la participación en empresas para evitar problemas de liquidez.	Sin restricciones	Sin restricciones	Prohibidas las inversiones superiores al 5% del capital de una empresa. La suma de tales inversiones más los créditos otorgados a ella o avalados por la misma, no podrán exceder del 10% del total de activos financieros integrados en el fondo de pensiones.
EN GENERAL	Obligación de publicar las participaciones superiores al 5%. La normativa sobre "insider trading" desincentiva la gestión activa. Las leyes "antitrust" prohíben la retención de información por parte de la cúpula directiva. El acreedor de una empresa que desee tomar su control o adquirir una participación en su capital puede perder rango en el cobro de sus préstamos frente al resto de sus acreedores.	Las leyes sobre "insider trading" o información privilegiada desincentiva a los grandes accionistas para ejercer el control.		Obligación de notificar las participaciones iguales o superiores al 25% de una empresa.	Obligación de informar a la CNMV toda participación superior al 5% y cada vez que se aumente en un múltiplo de 5, y la de los consejeros en todo caso.

Cuadro 1.2. Restricciones normativas al control societario. Fuente: Prowse (1994), Bengoechea (1997) y elaboración propia.

MECANISMO	ESTADOS UNIDOS	REINO UNIDO	JAPÓN	ALEMANIA	ESPAÑA
<i>Independencia del consejo/control sobre los directivos</i>	Pequeña, pero está aumentando.	Pequeña.	Formalmente pequeña. En la práctica es mayor a través de las reuniones del "club" del presidente.	Muy elevada.	Muy elevada.
<i>Importancia de la relación remuneración/rendimientos sobre el sueldo de los altos directivos</i>	Pequeña, aunque en los últimos años está aumentando notablemente.	Desconocida, probablemente muy pequeña.	Menor.	Importante en las empresas en las que los directivos son también accionistas.	Aunque el concepto de retribución variable está extendido (en torno al 20% de la remuneración del máximo ejecutivo y un 52% de perceptores), en la práctica, guarda poca relación con el rendimiento efectivo de la empresa
<i>Control ejercido por las instituciones financieras que son accionistas</i>	Pequeño.	Pequeño.	Sustancial.	Algún control.	Depende del porcentaje. Control: - si posee la mayoría - si es el mayor accionista minoritario Si la participación es minoritaria, depende de su posición acreedora en la empresa. Mayor control cuanto más concentrada sea ésta.
<i>Control ejercido por las instituciones no financieras que son accionistas</i>	Pequeño	Pequeño	Algún control.	Sustancial.	Elevado.
<i>Control ejercido por los accionistas individuales</i>	Pequeño.	Pequeño.	Pequeño.	Importante en las empresas en las que los accionistas son también dirigentes.	Pequeño, pero comienza a crecer.
<i>Frecuencia de la OPAs hostiles</i>	Frecuentes.	Frecuentes.	Casi inexistentes.	Casi inexistentes.	Casi inexistentes.

Cuadro 1.3. Importancia de los mecanismos de control societario en grandes empresas no financieras. Fuente: Prowse (1994) y Bengoechea (1997).

	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)	(c)	(c)	(c)	(c)	(c)	(c)	(c)
Accionariado (%)	EE.UU. 1996	Alemania 1996	Japón 1996	R.U. 1994	Francia 1996	Suecia 1996	Italia 1993	España 1992	España 1993	España 1994	España 1995	España 1996	España 1997	España 1998
Particulares/ Familiars	49	15	20	21	23	19	17	24,5	24,8	22,7	22,2	23,6	29,96	35,08
Empresas no financieras	-	42	27	1	19	11	32	7,7	6,9	6,8	6,7	6,9	5,87	5,48
Admón Públicas	-	4	1	1	2	8	28	16,6	16,4	13,8	12,2	10,9	5,56	0,58
Bancos y Cajas A.	6	10	15	1	7	1	10	15,6	13,4	15,1	15,1	14,1	12,89	11,73
Compañías Seguros ----- Fondos de Pensiones	29	12	12	59	11	14	2	3,4	2,2	2,7	2,8	2,2	2,6	2,82
Inversión colectiva	12	8	15	8	11	15	6	1,6	1,9	3	4,23	5,0	7,55	7,41
Extranjeros	5	9	11	9	25	32	5	30,6	34,4	35,9	36,7	37,4	35,57	36,89

Cuadro 1.4.: Distribución del accionariado por países (porcentaje sobre la capitalización bursátil). Fuente: (a) Guillén (2000); (b) Xu y Wang (1997); (c) Bolsa de Madrid.

		Mercados competitivos	Mercados no competitivos
Crecimiento	Alto	Poca	Regular
	Bajo	Regular	Mucha

Cuadro 1.5. Importancia del sistema de gobierno societario para la empresa en función de la competencia del mercado y del crecimiento de la misma. Fuente: Kaplan 1997.

En resumen, Kaplan (1997) establece que los tres sistemas de gobierno ofrecen resultados similares para empresas con escasos rendimientos. Sin embargo, el sistema americano resulta más efectivo que el alemán y el japonés para desmotivar a las empresas exitosas que lleven a cabo operaciones de sobreinversión, basándose en la mayor propiedad accionarial de los directivos de las empresas americanas y en la política de dividendos y de recompra de acciones que resultan fiscalmente ventajosas²⁹.

En países menos desarrollados, incluyendo algunas economías de transición, los sistemas de gobierno de la empresa son casi inexistentes, caracterizándose por la escasa financiación vía acciones, gran concentración de la propiedad y débiles restricciones legales efectivas al comportamiento directivo³⁰.

Recientemente, Macey (1998) considera que la falta de consenso sobre qué sistema es mejor se deriva de la ausencia de un criterio generalmente aceptado para medir adecuadamente los rendimientos de los sistemas de gobierno alternativos. Se distinguen tres medidas diferentes para evaluar la eficacia de los sistemas de gobierno: la prima pagada por las acciones con voto, el número de salidas a bolsa y la sustitución de miembros del equipo directivo.

²⁹ En Alemania la recompra de acciones es ilegal. En Japón la recompra de acciones fue ilegal hasta 1995 y ahora está bastante restringida; los dividendos tienen una desventaja fiscal.

³⁰ Véase Scott (1998) para el caso de Corea y Blass, Yafeh y Yosha (1998) para Israel.

a) Prima pagada por las acciones con voto en comparación con las acciones sin voto.

El hecho de que los externos deseen pagar una prima por las acciones con voto sugiere que existen beneficios privados del control que no son compartidos con los externos que no tienen derecho de voto. Dicha prima también indica la falta de protección de los accionistas externos en general y de los minoritarios en particular. En sentido contrario, la prima por las acciones con voto puede ser vista como el descuento pagado por los accionistas minoritarios por las acciones sin voto.

Algunos estudios particulares de empresas en países concretos señalan los siguientes resultados.

País	Prima	Estudio
Estados Unidos	5,4%	Lease, McConnell y Mikkelsen (1983)
Suecia	6,5%	Rydqvist (1996)
Inglaterra	13,3%	Meggison (1990)
Suiza	20,0%	Horner (1988)
Canadá	23,3%	Robinson y White (1990)
Israel	45,5%	Levy (1982)
Italia	82,0%	Zingales (1994)

Cuadro 1.6. Primas por las acciones con voto.

Con esta medida de rendimiento, el sistema de gobierno americano parece ser el que mejor funciona, ya que la prima pagada por las acciones con voto es menor y por tanto el beneficio privado derivado del control o la expropiación de accionistas minoritarios también es menor.

b) Salidas a bolsa.

Se pueden comparar los distintos sistemas de gobierno en función del deseo de los empresarios a realizar una Oferta Pública de Venta inicial. Los inversores que tienen confianza en que un sistema de gobierno determinado les protegerá adecuadamente de los intereses particulares de los directivos serán más proclives a invertir. Los empresarios de empresas con sistemas de gobierno ineficientes serán incapaces de comprometerse de manera creíble a no actuar de forma oportunista con

los inversores a posteriori - es decir, después de que los accionistas hayan realizado su inversión.

Así, si un sistema de gobierno funciona adecuadamente, el mercado de capitales sería un buen reflejo de ello a través del número de empresa que salen a bolsa y de la disposición de los inversores a participar en ellas. Sin embargo, el hecho de que un gran número de empresas que pueden salir a bolsa no lo hagan sugiere que el sistema de gobierno no funciona como debería y que no existe suficiente confianza en el mismo.

El enfoque analítico en este caso se basa en el conocido "problema de los limones". Los inversores no invertirán en empresas controladas por directivos sin descontar del precio que están dispuestos a pagar la cantidad necesaria para compensarles por el comportamiento oportunista de los directivos a posteriori. Ello dará lugar, como resultado, a una situación en la que los empresarios rechazan vender sus acciones al público ya que no pueden recibir el precio adecuado.

En España, el número de sociedades cotizadas en la Bolsa de Madrid, si bien experimentó a principios de los años 80 y desde 1992 una tendencia decreciente, en 1997 aumenta con 43 nuevas admisiones y en 1998 con 113, lo que indicaría según este criterio, una mayor confianza depositada en el sistema de gobierno empresarial que protege los intereses de accionistas minoritarios.

Año	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98
	498	448	394	375	334	311	327	368	417	433	436	401	379	378	366	361	388	484

Cuadro 1.7. Número de sociedades cotizadas en la Bolsa de Madrid a final de año. Fuente: Bolsa de Madrid.

Sin embargo, es posible argumentar que la propensión de las empresas a salir a bolsa no es un indicador fiable de la calidad de una estructura de gobierno particular ya que no tiene en cuenta el atractivo relativo de las fuentes de capital alternativas. La idea es que si un determinado país tiene un sistema bancario fuerte, entonces sus empresas no necesitarán tener acceso al mercado de capitales ya que pueden hacer frente a sus necesidades de capital mediante préstamos bancarios. Sin embargo, las finanzas corporativas modernas enseñan que los mercados de capitales

son una fuente de financiación más eficiente que los bancos y que los activos que puedan ser titulizados lo serán. En resumen, el argumento de los que bancos fuertes pueden reemplazar a los mercados de capitales no parece válido.

c) Reemplazo del equipo directivo.

Si un sistema de gobierno empresarial funciona adecuadamente, el equipo directivo ineficiente será reemplazado, a través de una toma de control hostil o a través del nombramiento de nuevos gestores (posiblemente independientes).

Un mercado de control activo afecta al rendimiento directivo de manera positiva, incluso en ausencia de un anuncio concreto de toma de control, ya que los directivos querrán mantener el precio de sus acciones alto para reducir la probabilidad de que sean reemplazados en una adquisición hostil. En España, Gómez Ansón (1998) encuentra un aumento significativo de la tasa de sustitución del máximo ejecutivo empresarial en las adquisiciones lo que parece sugerir un posible efecto disciplinario de éstas. Asimismo, la probabilidad de reemplazo es mayor cuanto menor es la rentabilidad y la concentración accionarial en el año anterior.

Por último, no debemos olvidar que el sistema de gobierno óptimo de una empresa no dependerá sólo de las restricciones legales vigentes en el país sino también de las características específicas de la empresa de que se trate siendo los distintos mecanismos de control generalmente sustituibles. En este sentido, la evidencia disponible sugiere que el sistema de control externo (tomas de control) es más idóneo en aquellos sectores (biotecnología, prospecciones petrolíferas, etc.) en los que el grado de consenso sobre las decisiones óptimas de futuro es pequeño. Por el contrario, los sectores maduros (agricultura, manufacturas, etc.), donde ese consenso es alto, y en los que es importante evaluar la calidad de la gestión, parecen mejor adaptados al sistema de supervisión interna (Consejo de Administración y accionistas mayoritarios). Asimismo, Byrd et al. (1998) señalan la remuneración basada en acciones como un medio más adecuado para controlar conflictos en empresas en crecimiento, y la deuda en empresas maduras.

En resumen, no podemos considerar los distintos sistemas de gobierno de manera independiente en la empresa si queremos evaluar su incidencia sobre el

comportamiento y los rendimientos de ésta ya que nos movemos en un entorno competitivo, complejo y dinámico en el que las decisiones se encuentran interrelacionadas. Algunos autores descartan la posibilidad de crear un sistema mixto combinando lo mejor de cada sistema ya que, por ejemplo, Bengoechea (1997) considera que la efectividad del consejo depende de la existencia de una alta concentración de propiedad, la cual inhibe la realización de OPAs hostiles. Sin embargo, ya hemos visto que la efectividad del consejo también está relacionada con el menor número de miembros y con la existencia de consejeros externos, lo cual no inhibe de la realización de OPAs hostiles.

Por lo tanto, nuestra propuesta apoya la hipótesis de que los resultados de la empresa se encuentran condicionados por la interrelación de los distintos mecanismos de gobierno. Además, la inexistencia de un sistema de gobierno superior, impide la aplicación de reglas generalizadas para todas las empresas, por lo que los códigos de gobierno deben de permitir una cierta discrecionalidad para cada caso particular (a pesar de que en algunos países como Gran Bretaña la comunicación del grado de cumplimiento de las recomendaciones del código de buen gobierno se haya convertido en algo obligatorio para cotizar en la Bolsa de Londres). Además la reciente elaboración en España de recomendaciones en este sentido, hace que sea necesario el transcurso de un periodo de tiempo para evaluar la validez de las mismas.

En conclusión, las recomendaciones en cuanto al buen gobierno de las sociedades, necesario a partir de los problemas de agencia y sus correspondientes costes, deben ajustarse al marco legal del país correspondiente, el cual deberá ir encaminado a proteger los intereses de los accionistas minoritarios, evitando así situaciones de desventaja con respecto a los accionistas mayoritarios, y dando lugar a un mercado más dinámico y más líquido. En España, la concentración del accionariado ha convertido los problemas de agencia en un problema no sólo entre agente y accionistas, sino también entre accionistas mayoritarios y minoritarios, debido al posible beneficio privado que los inversores principales persiguen en la empresa. En conclusión, resulta necesario realizar un estudio pormenorizado de los beneficios que pueden derivarse de la supervisión que ejercen los inversores mayoritarios en la empresa, así como de los posibles costes que acompañan a una

determinada estructura accionarial, como puede ser la expropiación de riqueza de los inversores minoritarios motivada por los beneficios privados que persigue el inversor principal. En este sentido, pasamos a analizar dichos costes y beneficios así como la influencia del nivel de concentración y de la identidad de los grupos de control en las decisiones financieras y los resultados de la empresa.