
El gobierno de las empresas desde la perspectiva del análisis económico

María Gutiérrez Urtiaga (*)

Pese al gran interés que suscita el gobierno de las empresas y a las iniciativas que han adoptado muchos países para (auto)regular el gobierno empresarial, todavía hay muchos problemas relativos a este tema respecto a los cuales los académicos no han alcanzado el consenso. Las cuestiones abiertas se refieren, fundamentalmente, a: *i)* los beneficios de repartir el control entre los distintos agentes con intereses en la empresa, y *ii)* las bondades relativas de los sistemas de gobierno anglosajones frente a los europeos y las razones que explican la existencia de estos dos distintos sistemas. En este artículo revisamos el estado de estas cuestiones aplicando los criterios del análisis económico para, a continuación, evaluar el grado de eficacia que puede esperarse de las propuestas de mejora realizadas y estudiar la necesidad de una normativa legal que complemente la autorregulación de las empresas en esta área.

1. INTRODUCCIÓN

Los sistemas de gobierno de las empresas han sido uno de los temas financieros que más interés y polémica han despertado tanto en el mundo empresarial como en el académico durante los últimos diez años.

Son muchas las razones que explican el interés por este problema. La globalización de la economía supone que las empresas de países con mejores sistemas de gobierno pueden tener ventajas competitivas. Los cambios en los países ex-comunistas hacen necesario diseñar nuevas instituciones de gobierno para sus empresas. La importancia creciente de los fondos de inversión y el desarrollo de los mercados de capitales en Europa hacen posibles nuevas formas de gobierno empresarial. Finalmente, la necesidad de cambios ha quedado patente tras dos olas de desencanto con los resultados de las empresas: las bajas cotizaciones de la segunda mitad de los años ochenta, que culminaron con una ola de adquisiciones hostiles en EEUU y con la adopción de los códigos de buenas prácticas de gobierno empresarial en casi todos los países europeos, y las altas cotizaciones de la segunda mitad de los noventa, que, al caer estrepitosamente, han culminado con la promulgación de nueva legislación sobre gobierno empresarial en EEUU.

(*) María Gutiérrez Urtiaga pertenece al Departamento de Economía de la Empresa de la Universidad Carlos III de Madrid.

La autora agradece los valiosos comentarios que, sobre versiones preliminares de este artículo, realizaron Javier Luque, Rafael Repullo, Josep Tribó y, especialmente, Vicente Salas.

Para comprender el alcance que pueden tener las reformas actualmente en marcha, es necesario estudiar previamente los principios teóricos que explican cuál es el efecto que tiene el sistema de gobierno de la empresa sobre el valor de la misma, cuál debería ser la estructura básica de estos sistemas y cuáles son las diferencias entre los distintos sistemas existentes. Por lo tanto, el objetivo del presente artículo es realizar un riguroso análisis económico de los problemas que presentan los sistemas de gobierno empresarial y las reformas propuestas para solucionarlos.

El artículo está dividido en tres partes. En la primera se analiza la función que cumple el sistema de gobierno dentro de cada empresa y en la economía de un país y se discuten los principios que rigen el reparto del control en la empresa. La segunda parte está dedicada a presentar los dos sistemas prototipo de gobierno empresarial —anglosajón y europeo— y a estudiar sus características distintivas y las posibles razones de su dispar evolución. La tercera y última parte presenta y analiza el posible impacto de las reformas propuestas: la autorregulación de los códigos de buen gobierno de los países europeos y las reformas legislativas iniciadas con la Ley Sarbanes-Oxley en EEUU. El artículo se cierra con unas breves conclusiones.

2. PRINCIPIOS DE GOBIERNO DE LA EMPRESA

2.1. Definición y necesidad

La definición más amplia de gobierno de la empresa incluye al conjunto de instituciones que determinan cómo se reparte el beneficio residual de la empresa entre los distintos agentes que han participado en su generación (1).

Los términos «beneficio residual», «agentes» e «instituciones» deben ser entendidos en un sentido amplio. Por beneficio residual nos referimos a la diferencia entre el coste de oportunidad de los *inputs* que la empresa emplea y los ingresos que obtiene por la venta de sus productos o servicios. Entre los agentes que participan en la generación y reparto de este beneficio residual están los accionistas, acreedores, gestores y trabajadores, pero también los proveedores y clientes, e incluso las comunidades que pueden verse afectadas por las decisiones de la empresa referentes a empleo, control de polución, etc. Entre las instituciones de gobierno de la empresa incluimos no solo a la junta general de accionistas y al consejo de administración, sino también a los mercados de capitales, los procedimientos legales de bancarrota, las normas de responsabilidad legal para los administradores y los consejeros, etc.

(1) Esta definición intenta resumir las distintas definiciones de tres de los autores más influyentes en esta área, que definen el gobierno corporativo, respectivamente, como «el conjunto de instituciones que inducen a los gestores a internalizar los intereses del resto de agentes que participan en la empresa» [Tirole (2001)]; «las restricciones que delimitan *ex post* el proceso de negociación sobre las rentas generadas por la empresa» [Zingales (1997)]; y «las instituciones a través de las cuales los accionistas, gestores y trabajadores compiten por las rentas que la empresa ha generado» [Roe (2001)].

En un mundo donde todos los agentes tuviesen información perfecta y simétrica, este conjunto de instituciones de gobierno no sería necesario, ya que todos los agentes podrían escribir contratos completos que determinasen de antemano cuál sería la distribución del beneficio residual en todas las situaciones que pudiesen darse. En ese caso, la empresa no sería necesaria. Por lo tanto, podemos decir que son sus instituciones de gobierno las que caracterizan a la empresa (2).

Por ejemplo, si se pudiesen prever y valorar de antemano todas las oportunidades de inversión futuras de un negocio, se podría escribir un contrato donde los accionistas especificasen qué inversiones futuras deberían acometerse con los fondos que ellos aportan, y no sería necesario delegar estas decisiones en el equipo de gestión. En la práctica, no es posible escribir ese contrato y los gestores de la empresa deciden qué parte de los fondos aportados se reinvertirá y en qué proyectos, y qué parte será devuelta en forma de dividendos. Los accionistas solo invertirán en una empresa si esperan que el uso que se haga de sus fondos les aporte una rentabilidad mayor que el coste de oportunidad de dichos fondos.

De igual forma, si se pudiesen especificar todos los conocimientos que deberá adquirir un trabajador para poder desempeñar su tarea a lo largo de su vida laboral y cuáles serán las condiciones de trabajo, sería posible escribir un contrato de trabajo completo. Este contrato fijaría un salario diferente para cada una de las posibles situaciones futuras previstas, cubriendo el coste de oportunidad del trabajador y otorgando una parte del beneficio residual en función del poder de negociación de este trabajador respecto al resto de agentes. Dado que esto es imposible, se producirán renegociaciones periódicas en las que el trabajador intentará conseguir aumentos salariales que reducirán las rentas disponibles para otros agentes que participan en el proceso productivo. El nuevo salario no podrá ser fijado de forma competitiva, ya que las inversiones específicas que ya ha realizado ese trabajador lo colocan frente al resto de los agentes en una situación diferente a la de un nuevo trabajador. Como consecuencia, en la empresa la negociación del salario se producirá de forma diferente a como se produce en el mercado (3).

2.2. Efectos reales sobre la economía

¿Es el diseño del sistema de gobierno de las empresas un problema relevante? En principio, podríamos pensar que la forma en la que se

(2) Véase Zingales (1997) para una completa discusión sobre la empresa como institución que regula el reparto de rentas entre los agentes que participan en un proceso productivo.

(3) El coste de oportunidad para la empresa no es siempre igual al precio competitivo de mercado. Cuando los agentes realizan inversiones específicas adaptadas a las características de la empresa aparece una situación en la cual el precio que puede obtenerse en el mercado por dichas inversiones es menor que el valor dentro de la empresa. Para dar al agente incentivos para realizar esas inversiones se le debe compensar por encima del precio de mercado.

reparten unas rentas dadas entre un conjunto de agentes no afecta al bienestar social agregado.

Sin embargo, en un análisis más detallado podemos ver cómo las reglas de reparto *ex-post* determinarán el beneficio residual total que se genere. Este dependerá de las inversiones en capital físico y humano que realicen los distintos agentes. A su vez, el interés de los agentes en realizar estas inversiones dependerá de las expectativas que cada uno de ellos tenga de participar en el reparto de las rentas generadas con el esfuerzo conjunto. Por ejemplo, un trabajador sólo tendrá incentivos para mejorar sus técnicas de trabajo si espera recibir, en forma de mayor salario, una parte suficientemente alta de la ganancia que esto generará para la empresa. El banco principal de la empresa puede amenazar con retirar la financiación si se llevan a cabo proyectos de alto riesgo, incluso si estos son los de mayor rentabilidad, ya que estas nuevas inversiones aumentarían el riesgo de impago de la deuda. Un alto directivo, cuya remuneración no dependa de los resultados, podría orientar la especialización de la empresa hacia las actividades que mejor se adaptan a sus habilidades (aunque no sean las más rentables), para evitar ser reemplazado. Como ilustran estos ejemplos, el bienestar conjunto de los agentes con intereses en la empresa se verá afectado por el sistema de gobierno.

Por consiguiente, el diseño del sistema de gobierno de la empresa es un problema de gran relevancia para todos los agentes implicados en ella. Pero no solo para ellos. El conjunto de la economía se verá afectado por las decisiones de gobierno empresarial. Esto se debe a que el buen funcionamiento de las instituciones de gobierno de las empresas determina las expectativas de los agentes que desean invertir en nuevas compañías y, por lo tanto, la facilidad para la creación de nuevas entidades y la riqueza total de la economía. El caso de Rusia nos ofrece los ejemplos más sangrantes de cómo un mal sistema de gobierno empresarial puede impedir el desarrollo de una economía. Fox y Séller (2000) explican en detalle cómo, en este país, la falta de control sobre los gestores de empresas ineficientes les permite retener y reinvertir los beneficios, y cómo el interés de los gobiernos locales en recibir servicios sociales prestados por las empresas (tales como guarderías o comedores) favorece las concesiones de monopolios locales. Este tipo de prácticas ha impedido la creación de nuevas empresas y limitado el desarrollo de la economía rusa (4).

2.3. Los problemas de fondo

Para ser operativo, un sistema de gobierno debe responder a dos preguntas fundamentales: ¿quién debe tener el derecho de decidir cómo

(4) Este no es un problema exclusivo de la economía rusa. Los problemas de gobierno corporativo parecen estar limitando seriamente las inversiones extranjeras de muchos países en vías de desarrollo. Véase «Strings attached», *The Economist* (8 de marzo de 2003, p. 71), para una discusión del caso de China.

se repartirá el beneficio residual, una vez que este se haya generado? y ¿cómo puede garantizarse el ejercicio de ese derecho de control «formal» cuando algunos agentes tienen derecho de control «real» sobre parte del beneficio residual generado?

La primera pregunta ha sido resuelta desde una perspectiva teórica gracias a las contribuciones de Grossman y Hart (1986), Hart y Moore (1998 y 1990) y Aghion y Bolton (1992). El derecho de control sobre el beneficio residual debería otorgarse a los agentes que financian la empresa. Este derecho de control se refiere a la capacidad de decidir sobre lo que los contratos incompletos no tienen previsto. Por lo tanto, está supeditado a los derechos específicos que otorgan los contratos que se hayan firmado con el resto de los agentes.

El derecho de control se reparte entre los accionistas y los acreedores. En condiciones normales, es decir, siempre que puedan satisfacerse los pagos exigidos por los contratos de los demás agentes, incluidos los contratos de deuda, el derecho de control sobre el beneficio residual recae formalmente en los accionistas. Cuando no puedan satisfacerse dichos pagos, el control formal pasa a estar en manos de los acreedores, que pueden forzar una renegociación de los contratos y, en caso de no llegarse a un acuerdo, la liquidación de la empresa.

La razón de este reparto de poder se debe a la distinta naturaleza de las aportaciones de cada agente al proceso de generación de beneficios.

La participación de los financiadores en el proceso de generación de beneficios es clave *ex-ante*, pues se necesitan los fondos para poder comenzar el proceso productivo. Sin embargo, una vez han aportado los fondos, los financiadores, a diferencia del resto de los agentes, no participan en el proceso productivo. Esto hace que su poder de negociación *ex-post* sea muy limitado. Los trabajadores o los proveedores pueden hacer valer sus derechos a través de una huelga, la retención de información o la negativa a suministrar materias primas. Estos agentes tienen derechos de control reales. Es necesario reestablecer el equilibrio de poder, de manera que ninguno de los agentes que han participado en la creación de beneficios residuales pueda ser excluido del reparto de esos beneficios. Por esto se otorga el derecho de control formal a los financiadores y se establecen los derechos de los demás agentes a través de contratos que garanticen su participación, pero que limiten sus derechos de control reales. Con este fin se establece para estos agentes un pago fijo o en función de variables fácilmente observables (ventas, resultados, cotización, etc.).

Por otra parte, dado que los accionistas solo tienen los derechos de control sobre el beneficio residual que quede por repartir una vez se han satisfecho los contratos, son los más interesados en tomar decisiones que maximicen el beneficio residual. Esta maximización aumenta el bienestar agregado del conjunto de agentes, es decir, es óptima en sentido

de Parapeto. Además, los accionistas están obligados a satisfacer el resto de contratos, puesto que, de otra forma, pierden el control, que pasa a los acreedores. El traspaso de poder fuerza una renegociación de los contratos. A partir de este momento, los acreedores tienen derecho a exigir la liquidación de la empresa y tienen preferencia sobre los activos en caso de liquidación. Estos derechos de los acreedores actúan como una amenaza creíble durante el proceso de renegociación, facilitando que se llegue a un nuevo acuerdo.

Para que los accionistas y acreedores puedan hacer valer sus derechos de control, se establece una serie de instituciones, que son el derecho de voto, la junta general de accionistas, el consejo de administración, el mercado de valores, los deberes fiduciarios de los consejeros, los procedimientos legales de suspensión de pagos y bancarrota, etc.

A pesar de su bella lógica y de su general aceptación como paradigma, el modelo de control de los financiadores no está exento de problemas. Estos problemas aparecen porque, en algunas circunstancias, los financiadores pueden utilizar sus derechos de control para aumentar su participación en el reparto de beneficios residuales a costa de los demás agentes e incluso a costa de reducir el total del beneficio residual a repartir.

Por ejemplo, en las empresas con altos niveles de endeudamiento, los accionistas pueden ejecutar proyectos de inversión de alto riesgo, incluso si son de baja rentabilidad. Los accionistas, a diferencia del resto de los agentes, se beneficiarán de los altos pagos que pueden obtenerse de estos proyectos y tienen sus pérdidas limitadas en caso de que el proyecto fracase. Los intereses de los accionistas también estarán en conflicto con los de la comunidad si prefieren desarrollar un proceso productivo de bajo coste, pero altamente contaminante.

Esto ha hecho que en los últimos años haya surgido un interés por estudiar un sistema de gobierno alternativo con un reparto más igualitario de los derechos de control, de forma que se internalicen los efectos que las decisiones tienen para todos los agentes (5). Los defensores de este sistema proponen que se haga a los gestores responsables de la maximización del conjunto de la riqueza agregada de los agentes relacionados con la empresa (en lugar de pedirles que maximicen la riqueza de los accionistas) (6) y que se les permita a todos los agentes tomar parte en los procesos de toma de decisiones (a través de un consejo de administración donde participen todos los agentes y no solo los accionistas) (7).

(5) Entre los defensores de este nuevo paradigma del gobierno corporativo, que se denomina la «stakeholders' society», véanse Aoki (1994) y Turnbull (1997 y 2000).

(6) Lorsch y McIver (1989) entrevistaron a un gran número de consejeros de grandes empresas estadounidenses y encontraron que, de hecho, la mayoría de los consejeros entiende que se deben tener en cuenta los intereses de todos los agentes al tomar una decisión (ver páginas 37 a 54).

(7) En las empresas alemanas, la participación de los distintos agentes en la toma de decisiones se realiza a través del Consejo de Supervisión. Este consejo está formado por representantes de los empleados, bancos, proveedores, clientes y gestores, y está encargado de supervisar las decisiones del Consejo de Administración, formado por representantes de los accionistas y gestores.

Desde el punto de vista del análisis económico, parece claro que la internalización de todas las externalidades sería la mejor forma de lograr la maximización del beneficio residual. Sin embargo, hasta el momento no se ha encontrado un modelo de reparto de control entre los agentes que permita dicha internalización de forma más eficiente que el modelo de control de los financiadores. Es decir, la dificultad no se plantea en el concepto, sino en su aplicación. Tirole (1999) destaca dos dificultades. En primer lugar, la posibilidad de que la información asimétrica haga que los agentes veten las decisiones y se pierdan las oportunidades de inversión. Si no se desea duplicar los costes de gestión, algunos agentes tendrán más información que otros. Los agentes con menor información no confiarán en los agentes mejor informados si sus intereses difieren entre sí y se opondrán a sus propuestas. Y, en segundo lugar, la inexistencia de una buena medida de bienestar agregado que permita dar a los gestores una misión clara y fácil de evaluar. Jensen (2000) propone pedir a los gestores que maximicen una medida de bienestar social agregado que se construya como el valor de mercado de las acciones más el valor de mercado de la deuda. Sin embargo, esta medida no incluye las externalidades que las decisiones tienen sobre empleados, proveedores, clientes o comunidades. En ausencia de una buena medida de bienestar social agregado, la aplicación del modelo de control compartido aumentaría el poder de los gestores, que siempre podrían justificar sus decisiones aludiendo al bienestar de algunos de los agentes.

Esto nos lleva a nuestra segunda pregunta: ¿cómo puede protegerse el derecho de control «formal» frente a los derechos de control «reales» de los que disfrutaban algunos agentes?

El problema fundamental en el que se ha centrado la literatura que ha abordado esta pregunta es el de controlar a los gestores. Los gestores son los agentes con mayores derechos de control reales, ya que son quienes están especializados en la toma de decisiones empresariales. Los gestores pueden utilizar este poder para extraer más de lo establecido contractualmente y expropiar de sus derechos sobre el beneficio residual (8) al resto de los agentes.

Muchas veces, el problema del gobierno empresarial se identifica con este problema más concreto de proteger los derechos de los financiadores. De hecho, frecuentemente encontramos definiciones de gobierno empresarial simplificadas similares a la que proponen Becht *et al.* (2002): «el conjunto de instituciones que determinan cómo los financiadores pueden controlar las decisiones de los gestores». Esta es la definición que utilizan los códigos de buen gobierno y, por lo tanto, las reformas que han propuesto estos códigos se refieren a la mejora de las instituciones de supervisión de las que se sirven los financiadores para controlar las decisiones de los gestores.

(8) Para una completa discusión de las consecuencias de la separación de los derechos de control reales y formales, véase Aghion y Tirole (1997).

La primera, y probablemente la más importante, de estas instituciones de supervisión es la Ley. Existen distintas normas que sancionan los casos más graves de expropiación, tales como los fraudes o la compra de títulos con información privilegiada por parte de los gestores. Sin embargo, el sistema legal resulta un sistema muy costoso para dirimir los conflictos menores entre los agentes de la empresa. Además, por las mismas razones por las que no es posible especificar contratos completos, tampoco resulta fácil, en la mayoría de los casos, determinar cuándo los gestores están abusando de sus derechos de control reales. Esto implica que los agentes con derechos de control formales, esto es, los financiadores, deben supervisar activamente las decisiones que toman los gestores. Como veremos a continuación, las distintas respuestas que se han dado a esta necesidad de supervisión de la gestión por parte de los financiadores son las que diferencian los diversos sistemas de gobierno de las empresas que observamos en los distintos países.

3. DOS SISTEMAS DE GOBIERNO ALTERNATIVOS, ¿O COMPLEMENTARIOS?

3.1. Dos soluciones al problema de supervisión

La solución al problema de la supervisión de los grupos con derechos de control reales tiene dos alternativas: dispersar o concentrar la financiación.

En un sistema «ideal» de financiación concentrada, la deuda de la empresa proviene de los bancos, y el capital, de unos pocos grandes accionistas. Dado que cada banco y cada gran accionista espera recibir una parte sustancial del beneficio residual que se genere, tienen incentivos para supervisar activamente la gestión y la toma de decisiones, evitando la expropiación que podrían realizar los gestores y otros agentes con derechos de control reales.

En los sistemas con financiación concentrada, la institución clave son los grandes financiadores, encargados de supervisar directamente la gestión. Ellos tienen la información y la capacidad de actuación suficientes para evitar que los agentes con derechos de control reales les expropian. Además, su gran tamaño y la superior información que poseen hacen que sus inversiones sean poco líquidas. Esto implica que no pueden protegerse de una mala gestión simplemente vendiendo su inversión y, por lo tanto, tienen también los incentivos para utilizar su poder con el fin de maximizar el beneficio residual. Para que el sistema de supervisión con financiación concentrada funcione, hay que evitar que los grandes financiadores utilicen su poder para expropiar a los agentes más vulnerables: el resto de los financiadores. Esto se traduce en la necesidad de instituciones que garanticen la distribución prorata entre los distintos accionistas y acreedores.

En un sistema «ideal» de financiación dispersa, tanto la deuda como las acciones de la empresa estarán distribuidas entre un gran número de pequeños financiadores. Ninguno de ellos tiene un interés suficiente en el beneficio residual para soportar los costes que supone una supervisión activa de las decisiones. Sin embargo, debido a su dispersión, cada uno de estos pequeños financiadores responderá a las decisiones de la empresa comprando o vendiendo los títulos de deuda y acciones. En este sistema, los gestores son disciplinados por los mercados de capitales, entendidos estos mercados como el conjunto de financiadores que intentan maximizar su beneficio particular y actúan de forma no coordinada. Los financiadores se defenderán de los intentos de expropiación vendiendo sus títulos y retirando la financiación que necesitan el resto de los agentes para poder desarrollar el proceso productivo.

La institución fundamental en los sistemas con financiación dispersa son los mercados de capitales. Los ahorradores que acuden a estos mercados invertirán en las empresas que ofrezcan las mayores rentabilidades ajustadas por riesgo, y las demás empresas no conseguirán financiación. Esto da los incentivos necesarios al resto de agentes con intereses en la empresa para que maximicen el beneficio residual y respeten los derechos de los financiadores en el reparto del mismo. El buen funcionamiento del sistema de supervisión con información dispersa exige que los mercados de capitales sean lo suficientemente eficientes. Esta eficiencia se traduce en dos condiciones necesarias: los mercados deben disponer de toda la información relevante sobre las empresas y deben ser lo suficientemente líquidos para que los agentes puedan ajustar fácilmente sus inversiones ante la llegada de nueva información.

Ninguno de estos sistemas existe en su forma ideal. Sin embargo, resulta fácil clasificar los sistemas de gobierno que encontramos en distintos países en función de su mayor o menor afinidad con estos sistemas ideales (9). Así, encontramos que los países de Europa continental y Japón se caracterizan por la concentración de la financiación, a través de grandes accionistas en Europa y de grandes bancos en el caso japonés. Por otra parte, EEUU y el Reino Unido se caracterizan por sus desarrollados mercados de capitales, de alta liquidez, con estrictos requerimientos de información y con una alta frecuencia de operaciones de adquisición hostil.

3.2. Un ejercicio comparativo

A lo largo de la última década, la mayor parte de los estudios sobre el gobierno de las empresas se ha centrado en el análisis de la eficiencia relativa de estos dos sistemas de supervisión alternativa (10).

(9) Mayer (1988) fue el primero en apuntar las características diferenciales de los sistemas de gobierno de las empresas anglosajonas frente a los sistemas de gobierno de las empresas de Europa continental y Japón.

(10) Para una revisión de esta literatura, véase Becht, Bolton y Röell (2002).

Las razones para este gran interés son tres. En primer lugar, la globalización de la economía implica que empresas con distintos sistemas de gobierno competirán entre sí. En este nuevo entorno, el sistema de gobierno empresarial de cada país puede mejorar o perjudicar la posición competitiva de sus empresas. En segundo lugar, por primera vez se dan las condiciones que hacen posible el cambio de sistema imperante en cada economía. En Europa, el desarrollo de los mercados de capitales posibilita el cambio hacia un sistema de financiación dispersa. En EEUU, la abolición en 1999 de la Ley Glass-Steagall (que impedía a los bancos comprar acciones de las empresas) y la concentración de las acciones en los fondos de inversión facilitan la aparición de grandes financiadores activos. Finalmente, la necesidad de diseñar nuevas instituciones de gobierno de las empresas en los países ex-comunistas hace necesario estudiar la eficiencia relativa de los distintos sistemas.

Los defensores del sistema basado en la financiación concentrada argumentan que el control de los gestores a través de los mercados es ineficiente y demasiado costoso (11). Su argumento puede resumirse como sigue: las empresas que operan en mercados maduros y generan suficientes fondos no necesitan recurrir a los mercados para obtener financiación; por lo tanto, la única forma en la cual el mercado puede disciplinar a estas empresas es a través de una adquisición hostil. Debido a problemas de descoordinación entre los pequeños accionistas, la probabilidad de que el intento de adquisición hostil tenga éxito es reducida (12). Además, la amenaza que estas operaciones suponen para los gestores les lleva a realizar una política de inversión «corto-placista», que no maximiza el beneficio residual (13). Los grandes bancos y accionistas pueden actuar mucho más rápidamente reemplazando directamente al gestor. Además, según estos autores, el contacto directo entre los financiadores y los gestores resuelve los problemas de información asimétrica, reduciendo así el coste de la financiación y facilitando la realización de proyectos a largo plazo (14).

Por su parte, los defensores del sistema basado en la financiación dispersa afirman que las adquisiciones hostiles han sido el único sistema eficiente para resolver los problemas de exceso de inversión y eliminar conglomerados ineficientes (15). Además, para estos autores, los grandes financiadores en Europa y Japón no han utilizado su poder para disciplinar a los gestores. Al contrario, los grandes financiadores se habrían aliado con los gestores para extraer beneficios privados (en el caso de los accionistas) y para cargar altos tipos de interés y/o comisiones (en el caso de los bancos). Los grandes financiadores también habrían im-

(11) Véanse, entre otros, Roe (1997), Buckley (1997), Prowse (1992) y Bhidé (1993).

(12) Véase Grossman y Hart (1980) para una discusión de estos problemas y las posibles soluciones.

(13) Véanse Sheleifer y Vishny (1989) y Porter (1992).

(14) Fukao (1995) y Prowse (1990) aportan evidencia empírica al respecto, que después ha sido discutida por Kang y Stulz (2000).

(15) Según Jensen (1993), las adquisiciones hostiles y operaciones relacionadas que tuvieron lugar en EEUU entre 1976 y 1990 generaron una riqueza adicional para los accionistas de 70 billones de dólares (en términos de precios de 1990).

pedido el desarrollo de mercados de capital para proteger sus intereses, sacrificándose con ello la liquidez y el desarrollo económico (16).

La posición de Franks (1997) es conciliadora: cada uno de los sistemas es mejor para solucionar diferentes problemas. La mayor (menor) liquidez del sistema de financiación dispersa (concentrada) tiene como contrapartida la menor (mayor) capacidad de coordinación de los financiadores entre sí y con el resto de agentes. Esto implica que el sistema de financiación dispersa es mejor para resolver problemas de eficiencia *ex-ante*, mientras que el sistema de financiación concentrada es mejor para resolver problemas de eficiencia sobrevenidos o *ex-post*.

El sistema de financiación dispersa crea más empresas (eficiencia *ex-ante*), ya que favorece el movimiento de los fondos desde las empresas menos rentables a las que tengan una mayor rentabilidad potencial y reduce el coste de capital para el conjunto de empresas en la economía (17). Las empresas ineficientes no pueden retener los fondos, ya que los inversores pueden vender sus títulos en los mercados líquidos. Por el contrario, el sistema de financiación concentrada evita que desaparezcan empresas rentables cuando estas se enfrentan a problemas de viabilidad (eficiencia *ex-post*). Los financiadores pueden coordinarse y llegar a compromisos creíbles a largo plazo con el resto de los agentes que permiten que se puedan renegociar los contratos (18).

Sin embargo, estas consideraciones sobre eficiencia *ex-ante* y *ex-post* hay que ponerlas en la perspectiva del correcto funcionamiento de cada sistema. Si el sistema de financiación dispersa funciona correctamente, los problemas *ex-post* se corregirán con la concentración temporal de la financiación a través de las adquisiciones hostiles y con un sistema de bancarrota que evita los problemas de coordinación entre los financiadores, poniendo el poder en manos de los gestores (19). Si el sistema de financiación concentrada funciona correctamente, la ineficiencia en la distribución de la financiación *ex-ante* puede corregirse por la facilidad para la transmisión de información sensible, que es importante para la evaluación de nuevos negocios y que no puede transmitirse fácilmente en un sistema de mercados.

Por lo tanto, no podemos concluir que uno de los dos sistemas sea superior al otro. Los dos sistemas son potencialmente eficientes *ex-ante* y *ex-post*, aunque cada uno sea más vulnerable a distintos problemas de funcionamiento. Un sistema de propiedad dispersa con problemas de transmisión de información a los mercados será menos efectivo que un

(16) Entre estos autores véanse La Porta *et al.* (2000), Kang y Stulz (1997), Carney (1997) y Easterbrook (1997).

(17) Véanse La porta *et al.* (1998) y Coffe (2000a) para una defensa de este argumento.

(18) Aoki (1990) y Hoshi *et al.* (1990) aportan evidencia empírica sobre cómo el sistema japonés reduce los costes de insolvencia financiera.

(19) Berkovitch e Israel (1998) discuten cómo el sistema de bancarrota americano basado en la ley conocida como Chapter 11 resuelve los problemas de coordinación de un sistema de financiación dispersa.

sistema de propiedad concentrada donde se garantice la distribución prorata (y viceversa).

3.3. Los sistemas de gobierno en acción: las crisis de los ochenta y de los noventa

Los diferentes inconvenientes que presentan en su funcionamiento los sistemas estudiados quedan claramente ejemplificados en la distinta incidencia de los problemas de infravaloración y sobrevaloración en la economía americana y en la europea.

Tal como señala Jensen (1991), el sistema de financiación dispersa de EEUU y el Reino Unido se mostró mucho más eficiente a la hora de solucionar los problemas de infravaloración que asolaban los conglomerados y grandes empresas a finales de los años ochenta. El problema de infravaloración se produjo porque en las decisiones de los gestores de las grandes empresas el objetivo de crecimiento se impuso frente al de rentabilidad y no se estaba maximizando el beneficio residual. La reacción del mercado ante esta situación fue una caída del valor de los títulos. Sin embargo, estas empresas no necesitaban financiación externa, ya que generaban altos flujos de caja; por lo tanto, la caída de los precios no corregía los problemas de gestión.

En los sistemas de financiación dispersa este problema se corrige cuando los precios caen lo suficiente para que se puedan producir adquisiciones hostiles, que concentran la propiedad temporalmente y permiten a los nuevos financiadores alterar las decisiones de gestión. A pesar de los problemas de descoordinación entre los pequeños accionistas y de las tácticas defensivas que adoptan muchas empresas, que hacen que la probabilidad de éxito de la adquisición sea reducida, la literatura empírica ha demostrado que estas operaciones son altamente rentables para los accionistas de la empresa adquirida (20). En cambio, en los sistemas de financiación concentrada las adquisiciones hostiles no son posibles. El problema no se corregirá si los grandes financiadores participan con los gestores en el reparto de los sustanciales flujos de caja a costa del resto de los accionistas. Además, también es difícil que el problema se corrija si los acreedores tienen mucho poder, ya que su interés no es maximizar el beneficio residual, sino evitar la bancarrota.

En cambio, el sistema anglosajón se ha mostrado mucho más vulnerable al problema de sobrevaloración de nuevas inversiones que hemos visto en los últimos años [Jensen (2002)].

Cuando se produce un fallo en la eficiencia del mercado que hace que algunas empresas estén sobrevaloradas, es muy difícil que este fallo pueda corregirse en un sistema de financiación dispersa. Los altos

(20) Véase Andrade *et al.* (2001) para una revisión de esta literatura empírica.

valores de las acciones hacen que los financiadores estén satisfechos y dispuestos a facilitar nueva financiación a estas empresas. Los sistemas de control de la información que les llega a los financiadores (auditores, analistas, agencias de calificación) no tienen incentivos para corregir la excesiva valoración, ya que ellos se benefician de las expectativas de creación de grandes beneficios, llevándose una parte de las rentas. Los gestores pueden perseguir sus objetivos de crecimiento con la aquiescencia de los financiadores. En el sistema de financiación concentrada es mucho más difícil que se produzca este problema, ya que el acceso de los financiadores a la información es mayor y no tienen los incentivos para favorecer una sobre-inversión. Además, debido a la escasa liquidez de sus participaciones, los grandes accionistas tampoco aprovechan todas las ventajas de los altos precios.

Dado que el sistema de financiación dispersa es más vulnerable a problemas informativos, es menos adecuado para empresas susceptibles de padecer estos problemas, mientras que el sistema de financiación concentrada, más vulnerable a problemas de expropiación de la minoría, está menos indicado para empresas que pueden sufrir este tipo de dificultades.

Esto nos lleva a pensar que no hay un sistema ideal para todas las empresas de un país, sino que empresas de una misma nacionalidad, pero con distintas características, deberían poder elegir entre obtener financiación barata en un mercado de capitales líquido y eficiente u obtener financiación más cara de un número pequeño de inversores bien informados.

De hecho, esto se corresponde con lo que observamos en la práctica. Demsetz y Lehn (1985) estudiaron empíricamente cómo el nivel de concentración que eligen las empresas depende de sus particulares características. Su conclusión fue que la concentración de la propiedad es mayor en empresas jóvenes o pequeñas. Este tipo de firmas es muy vulnerable a problemas de información asimétrica. La financiación dispersa presenta mayores riesgos para estas empresas. La financiación concentrada que ofrecen los fondos de capital riesgo o los bancos resulta más adecuada. Los problemas de distribución no proporcional suelen ser limitados, debido a los fuertes incentivos de todos los agentes para vigilarse mutuamente y al mayor grado de competencia al que se enfrentan estas empresas. Por el contrario, las grandes empresas ya establecidas y operando en mercados maduros son más fáciles de valorar por el mercado. Y dado que muy pocos inversores pueden aportar cantidades grandes de fondos, se necesita el concurso de pequeños financiadores que pueden ser expropiados por los grandes. La financiación dispersa a través de un mercado de capitales eficiente resulta más adecuada para este tipo de empresas.

3.4. Repaso histórico y evolución potencial de los distintos sistemas de gobierno

Además de estudiar la eficiencia relativa de los dos sistemas alternativos, recientemente se ha comenzado a estudiar cuál es el origen de las

diferencias, es decir, la razón por la que distintos países eligieron diversos sistemas de gobierno empresarial. Este debate es de gran interés, ya que solo será posible plantear cambios en los sistemas de gobierno si se pueden controlar los mecanismos que llevan a la elección de un determinado sistema.

Existen dos posturas en este debate. Por un lado, tenemos a los autores que defienden que la causa de la adopción de uno u otro sistema está en las diferencias en regulación y sistemas judiciales que, por razones históricas, encontramos en los distintos países (21). Entre estos autores, La Porta *et al.* (1999) defienden que, en Europa continental, los códigos civiles (basados en el napoleónico) fueron desarrollados por estados centralizados que deseaban mantener el control del Estado sobre la economía. En cambio, en Inglaterra, a partir del siglo XVII, el Parlamento, controlado por los grandes propietarios, diseñó normas que intentaban proteger a los inversores y permitieron el desarrollo de un sistema de financiación dispersa. Según estos autores, dichas diferencias todavía persisten en la regulación de los diferentes países, impidiendo el desarrollo de mercados líquidos en los países donde la protección de los inversores es insuficiente. Por su parte, Coffee (2000b) y Jonson *et al.* (2000) también destacan la mayor flexibilidad del sistema judicial anglosajón para adaptarse a los cambios en las prácticas empresariales y defender a los pequeños inversores de prácticas abusivas. Según estos autores, el sistema judicial anglosajón, basado en la aplicación por parte de los jueces de unos principios generales (como, por ejemplo, el del trato igualitario) a cualquier situación nueva, ofrece mayor protección que el sistema judicial continental, basado en la verificación por parte de los jueces del cumplimiento de las leyes existentes, que no cubren las nuevas prácticas.

Por otro lado, están los autores que afirman que las diferencias legales son solo el reflejo del reparto de poder político en la sociedad, siendo este desigual reparto la causa verdadera de que se adopte uno u otro sistema legal y, como consecuencia, uno u otro sistema de gobierno empresarial. Pagano y Volpin (2000) afirman que la escasa protección de los inversores en Europa continental es el resultado de una alianza política entre los gestores de las empresas (que intentan mantener sus beneficios privados) y los trabajadores (que quieren mantener la alta protección al empleo) frente a los inversores (que desean eliminar esos beneficios privados y flexibilizar el mercado laboral). La alineación de los trabajadores con los gestores se produce en aquellos países donde los trabajadores no participan sustancialmente en la financiación de las empresas, bien sea porque el reparto de la riqueza es más desigual o porque los procesos productivos son menos intensivos en capital. Debido a la escasa protección que pueden obtener los pequeños inversores en estas economías, el sistema de financiación concentrada prevalece sobre el sistema de financiación dispersa en Europa continental.

(21) Postura desarrollada inicialmente por Roe (1997) y Bhide (1993).

Una vez estudiadas las posibles causas de la evolución dispar de los sistemas de gobierno de las empresas, la siguiente pregunta que se plantea es cuál será la evolución futura de estos sistemas: ¿se producirá la convergencia hacia un único sistema o un sistema mixto, o se mantendrán las diferencias entre los dos?

Los defensores de la hipótesis de la convergencia aseguran que, en una economía globalizada, las fuerzas competitivas empujarán a las empresas a adoptar las mejores prácticas de gobierno (22). De hecho, Coffee (2000a) afirma que, a pesar de que las normativas legales todavía no han convergido formalmente, se está produciendo una convergencia funcional hacia el sistema de mercados. Ejemplos de esta convergencia funcional serían el rápido crecimiento de los mercados de capitales en Europa, la aparición de nuevos mercados con normas más estrictas, como el Neuer Markt alemán y las frecuentes *cross-listings* de empresas europeas en el mercado americano. Para este autor, son las fuerzas económicas las que producen el desarrollo de mercados líquidos, que solo son regulados formalmente una vez que han aparecido.

Los defensores de la hipótesis del mantenimiento de las diferencias apuntan que, a pesar de estos cambios, la concentración de la propiedad en los mercados europeos no ha disminuido y es improbable que disminuya sustancialmente en el futuro (23). Bebchuk y Roe (1999) afirman que las condiciones legales iniciales tendrán un efecto permanente sobre el sistema de gobierno escogido. Existen dos razones para que esto sea así. En primer lugar, las condiciones iniciales determinan cuál es el sistema de gobierno más eficiente en la economía. Por ejemplo, si la normativa dificulta las adquisiciones hostiles, la forma más eficiente de disciplinar a los gestores será tener un gran accionista. En segundo lugar, las condiciones iniciales determinan qué grupos tienen el poder para controlar la evolución del sistema. Así, en el sistema de financiación concentrada, los grandes accionistas se opondrán al cambio, ya que esto supondría tener que vender sus acciones a un gran número de pequeños accionistas que no valorarán los derechos de control que aportan esas acciones y que, por lo tanto, no compensarán al gran accionista por la venta de estos derechos. De igual manera, en el sistema de financiación dispersa los gestores impedirán la adopción de un sistema de propiedad concentrada, aun cuando este fuese más eficiente, ya que esto supondría una reducción en sus beneficios de control.

Según Pagano y Volpin (2000), el cambio es posible, pero el aumento de la protección de los inversores (y, con ello, el desarrollo de un sistema de financiación dispersa) solo ocurrirá en Europa continental cuando cambie

(22) Para una discusión sobre cómo la competencia lograría este efecto, véase Hansmann y Kraakman (2000).

(23) Khanna *et al.* (2002) comparan en un estudio empírico la convergencia entre la normativa legal de distintos países y las prácticas de gobierno que, de hecho, tienen lugar en las empresas de esos países. Sus resultados indican que la convergencia funcional es mucho menos frecuente que la convergencia formal y que la nueva normativa adoptada en materia de gobierno empresarial en muchos países se queda en papel mojado, debido a la falta de sanciones efectivas en caso de incumplimiento.

el equilibrio político. Para estos autores, los signos de acercamiento de las economías europeas hacia el sistema anglosajón son la consecuencia de cambios económicos tales como los procesos de privatización y los cambios tecnológicos. Estas transformaciones han producido un aumento de la inversión por parte de los trabajadores y han reducido su preferencia por una alta protección de los derechos laborales, frente a una alta protección de los derechos de los inversores.

4. LAS REFORMAS

4.1. Dos propuestas diferentes: códigos y regulación

La preocupación por la mejora de los sistemas de gobierno se concretó a lo largo de los años noventa en el desarrollo de los códigos de buen gobierno empresarial para la autorregulación de las empresas cotizadas. El primero de estos códigos fue el británico Código Cadbury de 1992, que fue seguido por la aparición del Código Olivencia en España, el Vienot en Francia y códigos similares en la mayoría de los países europeos. Actualmente, tras la reciente ola de escándalos empresariales que ha reavivado el interés por los problemas de gobierno de las empresas, tanto el Reino Unido como España han nombrado comisiones para la revisión de estos códigos (presididas, respectivamente, por Derek Higgs y Enrique de Aldama). La Comisión Europea ha encargado el llamado Informe Winter para la revisión y armonización de las leyes societarias y de las normas de gobierno empresarial en la Unión Europea. Además, EEUU, que no había adoptado ningún código de autorregulación, ha optado por la vía legislativa con la aprobación de la Ley Sarvanes-Oxley en enero de 2003.

A diferencia de la normativa de obligado cumplimiento adoptada en EEUU, los códigos de buen gobierno de los países europeos se basan en el principio de la autorregulación: las empresas deberían adoptar las normas de buen gobierno que consideren más adecuadas y, en caso de no cumplir las normas propuestas por el código, deberán explicar por qué.

Tanto los códigos europeos como la nueva normativa norteamericana van dirigidos a mejorar las instituciones de gobierno de las empresas en tres puntos clave: la participación directa de los pequeños accionistas y de los fondos de inversión en la supervisión de la gestión, el refuerzo del papel del consejo de administración como defensor de los intereses de los accionistas, y, finalmente, la mejora en la cantidad y la calidad de la información que reciben los mercados sobre las empresas.

4.2. Resumen de las propuestas y evidencia empírica sobre su efectividad

4.2.1. La participación directa de los pequeños accionistas y de los fondos de inversión en la supervisión de la gestión

Debido a los graves problemas de acción colectiva que tienen los pequeños accionistas, parece difícil que puedan diseñarse nuevos pro-

cedimientos para lograr su participación activa en la supervisión de los consejos de administración. Los códigos de buen gobierno se han limitado a proponer que se eliminen los impedimentos para que los pequeños accionistas puedan participar, si así lo desean, en la junta general de accionistas. Las medidas concretas que proponen los códigos se refieren a:

- a) La utilización activa de la página *web* para informar de todas las propuestas de acuerdo y contestar a todas las preguntas y requerimientos de información adicional relacionadas con las juntas.
- b) La eliminación de las restricciones que impidan a los pequeños accionistas participar o proponer acuerdos en la junta y la obligatoriedad de que determinadas medidas sean aprobadas por la junta.

Mayores esperanzas han sido puestas en la participación activa de los inversores institucionales. La fracción del mercado de valores, tanto europeo como norteamericano, en manos de los fondos de inversión ha crecido espectacularmente en los últimos 20 años (24). Además, la participación activa de estos inversores tendría grandes ventajas, ya que, a diferencia de los demás grandes inversores, sus intereses son afines a los de los pequeños accionistas. Las propuestas que los códigos hacen en relación con los inversores institucionales se refieren a:

- a) Fomentar su contacto directo con los gestores y con los consejeros independientes sobre cuestiones de estrategia y resultados.
- b) Incentivar el uso de sus derechos de voto de manera activa en las juntas de accionistas, debiendo declarar si siguen o no una política de participación activa y revelar cuál ha sido el sentido de su voto en cada votación en la que participen.
- c) Solicitar su implicación directa en el nombramiento de los consejeros independientes y en la supervisión del correcto funcionamiento del consejo.

Sin embargo, la experiencia hasta ahora parece demostrar que los inversores institucionales son reacios a los contactos directos con los consejeros, ya que la obtención de información que pudiese ser considerada como privilegiada les incapacitaría para poder comprar y vender libremente en el mercado y limitaría la liquidez de su participación, que ellos ven como su mayor protección frente a abusos de los gestores o de otros grandes inversores. Además, por lo que respecta al ejercicio de sus derechos de voto y a su implicación en la denuncia de los problemas de gobierno, la evidencia empírica existente parece poco halagüeña.

(24) Gompers y Metrick (2001) han calculado que en EEUU el porcentaje de la capitalización bursátil en manos de inversores institucionales (bancos, compañías de seguros, fondos de inversión y de pensiones) pasó del 26,8 % en 1998 al 51,7 % en 1995, antes del *boom* de inversión en nuevas tecnologías. En España, al igual que en el resto de países de Europa continental, el crecimiento más rápido ha ocurrido durante la década de los noventa. Becht *et al.* (2002) estiman que en España el porcentaje de activos financieros en manos de los inversores institucionales pasó de 16 % en 1990 al 45,4 % en 1996.

En primer lugar, Gompers y Metrick (2001) documentan que los fondos de inversión evitan invertir en empresas con bajas *ratios* de valor de mercado respecto al valor en libros, es decir, evitan a las empresas que más necesidad tienen de mejoras de gestión.

Por otra parte, muy pocos fondos de inversión toman un interés activo en el gobierno de las empresas donde invierten (25), y la mayoría de los que lo hacen son fondos públicos de pensiones (26). El escaso interés de los grandes fondos privados en participar en las decisiones de la empresa podría deberse al alto coste de una estrategia de inversión activa, tal como defienden Murphy y Van Nuys (1993). Sin embargo, Black (1990) argumenta que la falta de activismo de los fondos privados se debe al grave conflicto de intereses al que se enfrentan, pues no desean oponerse a los gestores de las empresas cuyos recursos podrían ser encargados de gestionar (27).

Los fondos de inversión que sí se implican en el gobierno empresarial lo hacen realizando propuestas de mejora que se incluyen en el orden del día de las juntas generales de accionistas para ser votadas. Muchos estudios empíricos han intentado medir los efectos que sobre la rentabilidad de las empresas tienen dichas propuestas, sin que se haya llegado a resultados conclusivos (28).

Según Romano (2000), la razón de esta falta de resultados es que las propuestas que realizan los fondos de inversión están mal dirigidas. Los fondos concentran sus esfuerzos en propuestas para eliminar las medidas defensivas contra las adquisiciones hostiles o «anti-OPA», imponer el voto secreto en las juntas, limitar la remuneración de los ejecutivos y aumentar la independencia del consejo. Sin embargo, ninguna de estas actuaciones se ha demostrado útil para mejorar de manera significativa los resultados (en términos de beneficios y valor de mercado) de las empresas.

En primer lugar, la evidencia empírica sobre el efecto de las medidas defensivas no es concluyente. Si bien reducen la probabilidad de un intento de adquisición hostil, la ganancia que obtienen los accionistas de la empresa objetivo en caso de que se produzca la adquisición es mayor si se adoptan medidas defensivas (29). Además, según Gompers *et al.*

(25) Daily *et al.* (1996), utilizando una muestra de 975 inversores institucionales, encontraron que únicamente 13 habían participado activamente en el gobierno de las empresas en las que invertían.

(26) Véase Gillan y Starks (2000) para una discusión sobre qué tipo de inversores ejercen sus derechos de forma más activa.

(27) Entre los fondos que sí toman un interés activo en el gobierno de las empresas en las que invierten, el más estudiado es el de CalPERS, el fondo de pensiones de los funcionarios del Estado de California. Este fondo identifica empresas con un mal gobierno corporativo y compra una participación suficiente para hacer oír su voz e iniciar cambios que mejoren los resultados para los accionistas. Para comentarios de casos de empresas que han sido objeto de estas actividades, véase «The ultimate value investors», *Business Week* (10 de junio de 2002, p. 58).

(28) Black (1997) revisa esta abundante literatura y concluye que el activismo de los fondos de inversión no parece tener un efecto significativo sobre los resultados.

(29) Por lo tanto, el efecto total podría ser nulo [Comment y Schwert (1995)] o depender de las características de las empresas que las adoptan [McWilliams y Sen (1997)].

(2001), los gestores tenderán a adoptar estas medidas cuando esperen malos resultados futuros, por lo cual la causalidad de la relación negativa que algunos estudios encuentran entre la adopción de medidas defensivas y malos resultados podría ser la inversa. Por lo que se refiere al voto secreto, en teoría esto podría eliminar los conflictos de agencia que impiden la participación activa de los fondos privados en las votaciones. Pero la evidencia empírica indica que los resultados de las votaciones no parecen verse afectados por el hecho de que el voto sea secreto [Romano (2000)]. Respecto a la remuneración de los ejecutivos, los estudios realizados indican claramente una relación positiva entre nivel de remuneración y valor de mercado, por lo que no puede esperarse que las propuestas que limitan dicha remuneración creen valor (30). Por último, como veremos en la siguiente sección, a pesar de su popularidad, no hay resultados claros sobre los beneficios de una mayor independencia del consejo.

4.2.2. *El refuerzo del papel del consejo de administración como defensor de los intereses de los accionistas*

Las propuestas de los códigos de buen gobierno relativas a los consejos de administración van dirigidas a determinar cuáles deben ser sus responsabilidades y cuál debe ser su estructura y funcionamiento.

Respecto a las responsabilidades del consejo, los códigos indican que, pese a que la gestión del negocio sea delegada en el equipo directivo, el consejo deberá siempre ocuparse directamente de todo lo relacionado con: *a)* la definición de la estrategia de negocio de la empresa; *b)* el nombramiento y la remuneración de los máximos ejecutivos y de los miembros del consejo, y *c)* la auditoría, tanto interna como externa.

Para poder ser eficiente en el descargo de sus funciones, el consejo debería tener una estructura donde la presencia de los consejeros ejecutivos sea limitada, repartiéndose el resto de los puestos entre los consejeros dominicales (representantes de los grandes inversores) y los independientes (representantes de los pequeños inversores), cuyo peso debería ser siempre significativo. Siendo esta la recomendación fundamental, aparecen otras, como la separación de los cargos de presidente del consejo y primer ejecutivo, el mantenimiento de un número de miembros moderado o la limitación de los períodos de servicio.

Además de tener la estructura adecuada, es imprescindible que el consejo funcione de manera eficiente, dedicando sus miembros el tiempo suficiente al estudio y deliberación, trabajando en comités que se encarguen, respectivamente, de los temas de estrategia, nombramientos, remuneración y auditoría, y teniendo completo acceso a toda la informa-

(30) Murphy (1985) y Mehran (1995) aportan evidencia empírica respecto al efecto de la remuneración de los altos ejecutivos sobre la cotización de la empresa.

ción de la empresa (sin necesidad de pasar el filtro de los ejecutivos), así como capacidad para obtener asesoramiento externo.

Las propuestas respecto a la composición y nombramiento de comités parecen ser las que mejor acogida han tenido entre las empresas, y, hoy en día, la mayoría de las empresas cotizadas españolas cumplen estas recomendaciones (31). Desafortunadamente, no resulta tan fácil comprobar si las recomendaciones de carácter cualitativo, como el libre y directo acceso a la información, están tan extendidas.

De todas las medidas propuestas, la más respaldada por la evidencia empírica existente parece ser la necesidad de nombrar un comité de auditoría (32). Este comité se encargaría de supervisar la auditoría interna de la empresa, de nombrar a los auditores externos y de responder de esta labor ante los accionistas. El comité debería estar compuesto únicamente por consejeros independientes, entre los cuales al menos uno debería ser un experto en finanzas. De hecho, la obligatoriedad de nombrar un comité de auditoría con estas responsabilidades y composición es la única norma que hace referencia al consejo de administración en la Ley Sarbanes-Oxley.

La evidencia empírica respecto a los efectos positivos que puede tener el resto de medidas, y en especial la independencia del consejo, es menos contundente y en muchos casos contradictoria.

La independencia del consejo parece ser importante en momentos de crisis, pero no tiene un efecto relevante sobre los resultados (en términos de beneficios contables y valor de mercado). Respecto a las situaciones de crisis, se ha observado que la probabilidad de que el primer ejecutivo sea reemplazado tras un período de malos resultados es mayor cuanto más independiente es el consejo [Weisbach (1988)], y que las ganancias de las empresas que se lanzan a, o son objeto de, una adquisición hostil son mayores cuanto más independiente sea su consejo (33). Sin embargo, respecto a los resultados, Bhagat y Black (1999) encuentran una relación negativa entre valor de mercado e independencia del consejo para consejos con las más altas proporciones de consejeros independientes (34).

Brickley *et al.* (1997) tampoco encuentran diferencias significativas en valor de mercado entre las empresas donde no hay división entre los cargos de presidente del consejo y primer ejecutivo, y aquellas donde sí la hay.

(31) Véase al respecto el análisis que cada año realiza la CNMV de los resultados del cuestionario sobre el código de buen gobierno que envía a las empresas cotizadas. Estos informes están disponibles en la página *web* de la CNMV (www.cnmv.es).

(32) Klein (2002) analiza las prácticas de alisamiento de beneficios en las empresas estadounidenses y encuentra que son menos frecuentes en aquellas empresas con un comité de auditoría independiente.

(33) Cotter *et al.* (1997) estudian el caso de las empresas adquiridas, y Byrd y Hickman (1992), el de las adquirentes.

(34) La explicación de por qué un consejo puede ser demasiado independiente podría estar relacionada con la falta de incentivos de los consejeros independientes [Bhagat y Black (1999)] o con problemas de transmisión de información en el seno del consejo desde los ejecutivos a los independientes [Gutiérrez (2000)].

Además, todos los trabajos empíricos realizados en este campo tienen importantes problemas de interpretación, ya que la composición óptima del consejo podría ser diferente para distintos tipos de empresas. Así, por ejemplo, Lasfer (2001) encuentra que las empresas con pocas oportunidades de crecimiento (y, por lo tanto, mayores conflictos de intereses) son las únicas que se beneficiarían de una mayor independencia del consejo y de la separación de los cargos de presidente del consejo y primer ejecutivo, pudiendo el efecto de estas medidas ser negativo para empresas con altas oportunidades de crecimiento. Por consiguiente, recomendar la misma estructura del consejo sin tener en cuenta las características de la empresa podría tener efectos negativos sobre el valor de las empresas.

Posiblemente, uno de los problemas fundamentales para el buen funcionamiento de los consejos que no han abordado los códigos hasta ahora sea la necesidad de dar incentivos a los consejeros independientes para que realicen su función de forma diligente. Este problema es discutido en el informe Higgins, que propone ofrecer a los consejeros una parte de su remuneración en acciones (35) y reforzar y clarificar los deberes legales de diligencia que deben cumplir aquellos en el ejercicio de sus funciones. Sin embargo, la propuesta de dar incentivos a los independientes a través de la remuneración en acciones es desaconsejada por otros informes. El informe de la comisión Aldama en España y el informe Cadbury en el Reino Unido argumentan que la expectativa de obtener pagos sustanciosos limitaría la independencia de los consejeros. Una posible solución a este conflicto entre dar incentivos en forma de acciones y mantener la independencia sería limitar el período de servicio, de manera que la independencia no se viese comprometida por el deseo de ser reelegido. Respecto a la propuesta de reforzar el deber de diligencia, la fuerza incentivadora que pueda tener este deber legal dependerá del buen funcionamiento del sistema legal y de la disponibilidad de un sistema de seguros parciales que proteja a los consejeros independientes de riesgos legales excesivos (36).

4.2.3. *La mejora en la cantidad y la calidad de la información que reciben los mercados sobre las empresas*

Los recientes escándalos han demostrado que manipulaciones u ocultaciones contables (no necesariamente ilícitas) pueden distorsionar en gran medida la percepción del mercado sobre la situación económico-financiera de la empresa (37). El problema es especialmente importante porque el deseo de presentar mejores resultados año tras año fuerza a realizar cada vez mayores manipulaciones y puede hacer que se tomen

(35) Bhagat *et al.* (1999) encuentran una relación positiva entre valor de mercado y tenencia de acciones de los miembros del consejo.

(36) Bhagat *et al.* (1987) y Brook y Rao (1994) encuentran que el mercado responde favorablemente a la adopción de seguros de responsabilidad civil para los consejeros.

(37) Coffee (2001) discute la evidencia agregada sobre la incidencia de estas prácticas y discute la limitada capacidad del proceso de auditoría, para corregirlas.

decisiones de inversión y endeudamiento que pueden llevar a una empresa inicialmente sana a la quiebra, una vez se corrige la valoración (38).

Además, el problema se ve agravado por la colusión entre los gestores y los auditores y analistas. Los auditores y los analistas son intermediarios de información entre la empresa y los mercados, y, por lo tanto, su papel es fundamental en un sistema de mercados. En teoría, dado que el mayor capital de estos intermediarios es su reputación, estos intermediarios no tienen intereses en manipular u ocultar la información y preservan el buen funcionamiento del mercado (39). Sin embargo, Coffee (2001) afirma que los incentivos de reputación solo pueden funcionar cuando se dan unas determinadas condiciones. Primero, las normas contables y de valoración deben ser claras, de manera que sea fácil observar la conducta de estos intermediarios. Segundo, los intermediarios deben operar en un mercado competitivo, donde no sea posible la colusión. Tercero, no debe haber otros negocios paralelos entre el intermediario y cada una de las empresas clientes que hagan que los pagos que se reciben de un cliente concreto sean significativos en el total de los ingresos del intermediario. Y cuarto, los intermediarios deben ser capaces de controlar a sus propios agentes. Parece claro que todas estas condiciones han fallado en la última crisis.

Existen abundantes y bien documentados casos de colusión entre los gestores y los auditores (40). La evidencia respecto a la connivencia entre gestores y analistas es todavía más contundente, ya que parece indicar que existen importantes fuerzas que favorecen dicha complicidad. Hutton (2002a) demuestra que los gestores de las empresas cuyos beneficios son más difíciles de predecir, debido al alto riesgo o a la complejidad de su negocio, facilitan más información a los analistas. Las predicciones a corto plazo de los analistas que obtienen esta información adicional son más precisas, pero sus predicciones a largo plazo son sistemáticamente más optimistas, y sus recomendaciones de compra, más favorables. Dada la evidencia empírica que demuestra que las posibilidades de promoción de los analistas dependen fundamentalmente de la precisión de sus predicciones (41), estos resultados son interpretados como evidencia de un intercambio de favores entre los analistas y los gestores. Los analistas consiguen mejorar su precisión y los gestores consiguen recomendaciones y predicciones a largo plazo más favorables y pueden presentar sus empresas como empresas con beneficios altamente predecibles y de riesgo reducido (42). Por otra parte, la independencia de los analistas también parece comprometida por el hecho de que su compensación

(38) Véase Jensen (2002) para una discusión sobre cómo el deseo de mantener altas cotizaciones en los mercados altera las decisiones de inversión y financiación en la empresa y destruye el valor intrínseco de la misma.

(39) El primer estudio sobre el importante papel que estos intermediarios de información tienen en los mercados se debe a Kraakman (1986).

(40) Véase «Corporate America's woes, continued», *The Economist* (30 de noviembre de 2002, p. 63) para un comentario de los casos de colusión entre Enron y Arthur Andersen, Xerox y KPMG y entre PeopleSoft y Ernst & Young.

(41) A este respecto, véanse Hong y Kubik (2000) y Hong *et al.* (2000).

(42) Hutton (2002b) argumenta cómo este tipo de comportamiento contribuyó sustancialmente a la debacle de Enron.

depende del volumen de ventas y del negocio de banca de inversión que sean capaces de generar entre la empresa a la que siguen y el banco de inversión para el que trabajan (43).

La gran repercusión de los recientes escándalos empresariales ha motivado la aprobación de la Ley Sarbanes-Oxley en EEUU. El objetivo de esta Ley es «proteger a los inversores, mejorando la calidad y confianza en la información facilitada por las empresas». Para ello, se aplican tres tipos de medidas:

- a) Se crean nuevas instituciones encargadas de la supervisión activa de los procesos de generación y transmisión de la información desde la empresa a los mercados, tanto en el plano interno (comités de auditoría de las empresas) como en el externo (con la creación del Public Company Accounting Oversight Board, encargado de la supervisión de las empresas auditoras y de las auditorías que estas realicen a las compañías cotizadas).
- b) Se imponen restricciones que dificultan el reparto de rentas entre gestores, auditores, analistas y demás agentes que participan en el proceso de difusión de la información, tales como la imposibilidad de simultanear las labores de auditoría y consultoría o la obligatoriedad de cambiar el socio auditor principal cada cinco años.
- c) Se especifican sanciones concretas e importantes (que pueden llegar a ser penas de cárcel) en caso de manipulación o uso indebido de la información.

Los códigos europeos asignan parecidas responsabilidades a los comités de auditoría interna y proponen que las empresas hagan públicas todas las relaciones contractuales que existan entre ellas y sus auditores. Sin embargo, basándose en el principio de autorregulación, se muestran reticentes a proponer la creación de un supervisor externo de los procesos de información.

4.3. ¿Es la autorregulación suficiente?

Viendo las distintas aproximaciones que han adoptado los países europeos, por un lado, y EEUU, por otro, respecto a la reforma y mejora de los sistemas de gobierno de las empresas, podemos preguntarnos si las propuestas de autorregulación son suficientes o si es necesaria o adecuada la imposición de normas de obligado cumplimiento y de organismos supervisores.

Para poder contestar a esta pregunta debemos volver a recordar que el gobierno empresarial no sería necesario si pudiesen escribirse contratos completos. Los contratos incompletos deben ser «completados» por

(43) Para una discusión de los incentivos que los analistas reciben y de cómo afecta esto a sus predicciones, véanse Stickel (1992) y Trueman (1994).

las instituciones de gobierno de cada empresa (caso por caso o con una autorregulación general) y, en última instancia, por el sistema legal.

Los partidarios de la autorregulación abogan por que sean las instituciones de gobierno de las empresas las que completen los contratos, sin que sea necesaria la implicación del sistema legal. La autorregulación tiene la clara ventaja de permitir que las normas se adapten a las características o necesidades de cada empresa. Así, por ejemplo, no parece razonable limitar por ley el número máximo de mandatos de los consejeros, ya que algunas empresas, debido a su tamaño o a la complejidad de su negocio, podrían tener problemas para encontrar consejeros dispuestos y competentes.

Sin embargo, la autorregulación también tiene importantes limitaciones. DeMarzo *et al.* (2001) demuestran que, cuando no todos los agentes afectados participan en el proceso de autorregulación, las normas que se impondrán serán más laxas, y la imposición de penas, menos frecuente de lo que sería deseable. Coffee (2000b) argumenta que, aunque históricamente la autorregulación suele anticiparse a la legislación, su efectividad está limitada por los altos costes del proceso de investigación y control y por la imposibilidad de imponer sanciones suficientemente importantes en relación con la falta cometida. Por lo tanto, la autorregulación debería ir acompañada de legislación que supliera sus deficiencias en lo relativo a la protección de los agentes que no pueden participar en el proceso de autorregulación y en lo relativo a la investigación e imposición de sanciones en casos de incumplimiento.

Aplicando este razonamiento al caso de la autorregulación en materia de gobierno empresarial, veremos cómo la legislación complementaria es indispensable para resolver los dos problemas claves de cada uno de los dos sistemas de gobierno empresarial: la transmisión de información en el sistema de financiación dispersa y el tratamiento equitativo de todos los accionistas en el sistema de financiación concentrada.

En el caso de la financiación dispersa, existen varias razones que hacen difícil que la autorregulación consiga una mayor transparencia informativa de las empresas. En primer lugar, los pequeños inversores no participan en el proceso de autorregulación de la empresa. Deben ser los gestores quienes decidan ceder voluntariamente la información que permitiría a los mercados reducir la participación de estos gestores y otros agentes con derechos de control reales en el reparto del beneficio residual. En segundo lugar, las rentas que pueden obtenerse con el control de la información son grandes y pueden ser repartidas entre todos los agentes que elaboran y controlan la difusión de la información (gestores, analistas y auditores), haciendo difícil la detección del problema. Además, incluso si el problema se detecta, las sanciones que puede imponer el mercado (básicamente, la retirada de la financiación otorgada, con la consiguiente caída de la cotización) afectan seriamente al conjunto de agentes con intereses en la empresa, pero no especialmente a los agentes que más se beneficiaron de la manipulación: los gestores

e intermediarios. Esto hace que la capacidad disuasiva de estas «sanciones» sea insuficiente. Debido a estas dos razones, es necesario que el sistema legal garantice la vigilancia de los agentes que deben informar y que las sanciones por la manipulación o los usos inadecuados de esa información sean suficientemente altas para tener un carácter disuasivo. Por lo tanto, una reforma legal como la Sarbanes-Oxley parece especialmente adecuada para resolver el problema principal de los sistemas de financiación dispersa.

En el caso de la financiación concentrada, también es poco probable que la autorregulación solucione el problema del tratamiento desigual de los accionistas. El primer problema en este caso consiste en que la autorregulación tendría que ser aplicada por los propios consejos de administración, que actualmente siguen dominados por los grandes inversores. El segundo problema es que el castigo que pueden esperar los grandes financiadores y los gestores por expropiación de los accionistas minoritarios no parece suficiente para tener un efecto disuasorio.

Estos dos problemas son muy claros en el caso español. Las grandes empresas españolas solo han adoptado las recomendaciones del código Olivencia en la medida en que estas no interfieren con la capacidad de los grandes inversores para expropiar a la minoría. Un claro ejemplo de esto es el hecho de que, aunque el 70 % de las empresas cotizadas ha adoptado las recomendaciones del código en cuanto a porcentaje de independientes o tamaño del consejo, más del 55 % de estas empresas mantienen cláusulas de blindaje que separan los derechos de control de los accionistas de sus derechos sobre los beneficios, favoreciendo que los grandes inversores puedan controlar la empresa a pesar de que su interés sobre los beneficios sea reducido. Además, la expropiación de los pequeños accionistas continúa saliendo «gratis». Este es un delito difícil de detectar, ya que en muchos casos se requiere demostrar que una transacción no se realizó en condiciones de mercado y, en los casos más flagrantes, como los de uso de información privilegiada o pago de sobresueldos, las instituciones reguladoras y el sistema legal existente no han sido hasta ahora capaces de sancionar adecuadamente a los culpables (44).

Por lo tanto, para atacar el problema clave de los sistemas de gobierno basados en la propiedad concentrada, los códigos de buen gobierno deberían ir acompañados por leyes de obligado cumplimiento que:

- a) Prohíban las medidas que separan los derechos de control de los derechos sobre los beneficios (tales como limitación de los derechos de voto, limitaciones para la asistencia a las juntas generales, requerimiento de una determinada antigüedad para poder entrar en

(44) Para un repaso de los casos de información privilegiada en empresas españolas y de las resoluciones judiciales de los mismos, véase «Cercos a la información privilegiada» (*Cinco Días*, 11 de marzo de 2003). Para un repaso de los casos de pago de sobresueldos y desinformación de los consejos de administración, véase «Banqueros en los juzgados» (*Cinco Días*, 15 de marzo de 2003).

el consejo de administración, etc.). Tal como Harris y Raviv (1988) demuestran, estas estructuras aumentan las rentas de los grandes accionistas a costa de reducir el total del beneficio residual. La evidencia empírica existente demuestra que, efectivamente, el valor de los derechos de voto separados de los derechos sobre los beneficios está positivamente correlacionado con los beneficios privados disfrutados por los grandes accionistas, a costa de los minoritarios (45). Los mayores problemas de separación de los derechos de control de los derechos sobre los beneficios aparecen con las estructuras de propiedad piramidales (46). El peligro que encierran estas estructuras, tan extendidas en Europa, ha sido destacado por el Informe Winter, que recomienda a la Comisión Europea obligar a las compañías a informar sobre la existencia de este tipo de estructuras en su accionariado y adoptar medidas que dificulten su uso en el caso de empresas cotizadas.

- b) Extiendan el deber de lealtad a los grandes financiadores (algo que ya propone la comisión Aldama) y establezcan sanciones claras y suficientemente altas para los casos de incumplimiento de este deber, como, por ejemplo, reintegrar a la empresa el doble de cualquier beneficio que se haya obtenido con la venta de acciones en caso de uso de información privilegiada. Para ser efectivas estas medidas, deben ser acompañadas por otras que faciliten las demandas de los accionistas, como, por ejemplo la disponibilidad de seguros de responsabilidad civil. Estos seguros limitan los riesgos legales para los consejeros y garantizan que los accionistas tienen suficientes incentivos para emprender acciones legales contra los consejeros (47).
- c) Aumenten la competencia en los mercados, ya que, al reducir los beneficios residuales que pueden repartirse los agentes vinculados a cada empresa, se aminoran los conflictos de intereses (48). Si se aumenta la competencia entre las empresas, las rentas generadas que excedan las necesarias para garantizar la participación de los agentes en el proceso productivo irán a parar a los consumidores, en lugar de repartirse entre esos agentes. Si un agente intenta apropiarse de una mayor parte de las rentas de la empresa, esta no podrá sobrevivir a largo plazo. Los beneficios de medidas que eliminen las restricciones a la libre competencia son aplicables tanto al sistema de financiación concentrada como al sistema de financiación dispersa.

(45) Zingales (1995) encuentra que los salarios de los directivos y de los miembros del consejo de administración son significativamente más altos cuando los grandes accionistas son miembros de dicho consejo.

(46) Una pirámide aparece cuando se interponen varias sociedades de tenencia de acciones, cada una propietaria de una parte de las acciones de la empresa más abajo en la pirámide. El control de la empresa en la base es ejercido por el accionista mayoritario de la empresa en la cúspide, que normalmente tendrá una participación muy pequeña en los beneficios de la empresa en la base.

(47) Véase Gutiérrez (2003) para una discusión sobre cómo la frecuencia de las acciones legales contra los consejeros depende del desarrollo de un mercado de seguros de responsabilidad civil para los consejeros.

(48) Dados los problemas presentes en el funcionamiento de los distintos sistemas de gobierno de las empresas, Allen y Gale (2000) y Roe (2001) defienden que la mejor medida de reforma sería reducir el grado de dependencia en dichos sistemas, haciendo el mercado más competitivo.

La adopción de estas medidas legislativas, complementarias a la autorregulación, es necesaria no solo para garantizar una mayor creación de valor y un reparto justo del mismo en las empresas ya establecidas, sino también para fomentar la creación de nuevas empresas, facilitando su acceso a una financiación más barata.

5. CONCLUSIONES

La problemática del gobierno de las empresas suscita actualmente un gran interés entre los profesionales, políticos y el público en general. Sin embargo, el debate público tiende a simplificar los problemas en esta área, ofreciendo recetas sencillas para cuestiones que todavía no encuentran consenso entre los académicos. En este artículo hemos revisado el estado de estas cuestiones abiertas desde una perspectiva de análisis económico y, a partir de las conclusiones de dicho análisis, hemos estudiado el alcance que pueden tener las reformas actualmente en marcha.

El análisis realizado nos lleva a las siguientes conclusiones. En primer lugar, creemos que todavía no se han resuelto satisfactoriamente las dificultades que plantea la aplicación de un paradigma de gobierno empresarial que propone la maximización del bienestar agregado de los distintos agentes con intereses en la empresa. El paradigma de la maximización de valor de los accionistas, a pesar de los sesgos que puede presentar, sigue siendo el «segundo óptimo». En segundo lugar, del análisis se desprende que no debería realizarse la comparación entre los sistemas de gobierno anglosajones y europeos en términos de cuál de ellos es mejor, sino en términos de cuál es más adecuado para cada empresa en función de las características de dicha empresa y de los problemas que dificulten el correcto funcionamiento de cada uno de los sistemas. Además, podemos esperar que la convergencia de los sistemas anglosajón y europeo hacia un sistema único, en caso de darse, será un proceso lento que deberá ir acompañado de cambios importantes en el sistema económico.

A partir de estas conclusiones, hemos analizado las reformas de autorregulación propuestas respecto a la participación de los pequeños accionistas y fondos de inversión en la toma de decisiones y al refuerzo de las funciones del consejo de administración. De este análisis se desprende que, aunque las reformas propuestas parecen bien dirigidas, no es probable que resuelvan los problemas fundamentales de los sistemas de gobierno. Por ello, hemos argumentado que, para ser efectivas, las medidas de autorregulación deben ir acompañadas por una normativa legal que castigue severamente la manipulación de la información y las distribuciones no prorratea entre los accionistas.

Dada la importancia del sistema de gobierno empresarial para reducir el coste de capital de las empresas ya existentes, facilitar la creación de nuevas empresas y aumentar la riqueza de la economía, podemos estar seguros de que todos estos problemas seguirán generando nuevas e interesantes investigaciones en los próximos años.

BIBLIOGRAFÍA

- AGHION, P. y P. BOLTON (1992). «An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting», *Review of Economic Studies*, 59 (3), pp. 473-494.
- AGHION, P. y J. TIROLE (1997). «Formal and Real Authority in Organizations», *Journal of Political Economy*, 105 (1), pp. 1-29.
- INFORME ALDAMA (2003). «Comisión especial para la transparencia y seguridad de los mercados financieros y sociedades cotizadas (Comisión Aldama)» (<http://cnmv.es/publicaciones/gobiernocorp.htm>).
- ALLEN, F. y D. GALE (2000). *Comparing financial systems*, MIT Press, Cambridge y Londres.
- ANDRADE, G., M. MITCHELL y E. STAFFORD (2001). «New Evidence and Perspectives on Mergers», *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), pp. 103-120.
- AOKI, M. (1994). «The Contingent Governance of Teams: An analysis of Institutional Complementarity», *International Economic Review*, 35, pp. 657-675.
- (1990). «Toward an economic model of the Japanese firm», *Journal of Economic Literature*, 28, pp. 1-27.
- BEBCHUK, A. y M. J. ROE (1999). «A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance», *Stanford Law Review*, 52, pp. 127-170.
- BECHT, BOLTON y RÖELL (2002). *Corporate Governance and Control*, ECGI Finance Working Paper 02/2002.
- BERKOVITCH, E. y R. ISRAEL (1998). «Optimal Bankruptcy Laws across Different Economic Systems», *Review of Financial Studies*, 12 (2), pp. 347-377.
- BHAGAT, S. y B. BLACK (1999). «The Relationship between Board Composition and Firm Performance», en K. J. Hopt (ed.), *Comparative corporate governance: The state of the art and emerging research*, Oxford University Press, Oxford, pp. 281-306.
- BHAGAT, S., D. C. CAREY y C. M. ELSON (1999). «Director ownership, corporate performance and management turnover», *Business Lawyer*, 54, pp. 885-907.
- BHAGAT, S., J. BRICKLEY y J. L. COLES (1987). «Managerial indemnification and liability insurance: the effect on shareholders wealth», *Journal of risk and insurance*, 54 (4), pp. 721-736.
- BHIDE, A. (1993). «The Hidden Costs of Stock Market Liquidity», *Journal of Financial Economics*, 34 (1), pp. 31-51.
- BLACK, B. S. (1998). «Shareholder activism and corporate governance in the United States», en Peter Newman (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Macmillan Reference Limited, Londres y Basingstoke.
- (1990). «Shareholders Passivity Reexamined», *Michigan Law Review*, 89, pp. 520-608.
- BRICKLEY, J., J. COLES y G. JARRELL (1997). «Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board», *Journal of Corporate Finance*, 3, pp. 189-210.

- BROOK, Y. y R. K. S. RAO (1994). «Shareholder Wealth Effects of Directors' Liability Limitation Provisions», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29 (3), pp. 48-97.
- BUCKLEY, F. H. (1997). «The Canadian Keiretsu», *Journal of Applied Corporate Finance*, 9 (3).
- BYRD, J. y K. HICKMAN (1992). «Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids», *Journal of Financial Economics*, 32, pp. 195-221.
- CADBURY REPORT (1992). «The report of the Committee on the financial aspects of corporate governance» (<http://cnmv.es/publicaciones/gobiernocorp.htm>).
- CARNEY, W. J. (1997). «Large Bank Stockholders in Germany: Saviors or Substitutes?», *Journal of Applied Corporate Finance*, 9 (3).
- COFFEE, J. C. (2001). *The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence the Governance of Accounting*, The Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 191, Columbia Law School.
- (2000a). *Convergence and its critics: What Are The Preconditions to the Separation of Ownership and Control?*, The Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 179, Columbia Law School.
- (2000b). *Privatization and corporate governance: the lessons from securities market failure*, The Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 158, Columbia Law School.
- COMMENT, R. y G. W. SCHWERT (1995). «Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures», *Journal of Financial Economics*, 39 (1), pp. 3-43.
- COTTER, J. F., A. SHIVDASANI y M. ZENNER (1997). «Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth during Tender Offers?», *Journal of Financial Economics*, 43 (2), pp. 195-218.
- DAILY, C. M., J. L. JOHNSON, A. E. ELLSTRAND y D. R. DALTON (1996). *Institutional investor activism: Follow the leaders?*, Working Paper Purdue University.
- DEMARZO, P. M., M. J. FISHMAN y K. M. HAGERTY (2001). *Contracting and Enforcement with a Self Regulatory Organization*, Working Paper Stanford University.
- DEMSETZ, H. y K. LEHN (1985). «The structure of corporate ownership: causes and consequences», *Journal of Political Economy*, 93 (6), pp.1155-1180.
- EASTERBROOK, F. H. (1997). «International Corporate Differences: Markets or Law», *Journal of Applied Corporate Finance*, 9 (3).
- FOX, M. B. y M. A. SÉLLER (2003). «Lessons from Fiascos in Russian Corporate Governance», *New York University Law Review*, de próxima aparición.
- FRANKS, J. (1997). «Corporate Ownership and Control in the U.K., Germany and France», *Journal of Applied Corporate Finance*, 9 (3).
- FUKAO, M. (1995). «Financial integration, corporate governance, and the performance of multinational companies», en Brookings Institution (ed.), *Integrating National Economies: Promise and Pitfalls series*, Brookings Institution, Washington, D. C., pp. 27-139.

- GILLAN, S. L. y L. T. STARKS (2000). «Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors», *Journal of Financial Economics*, 57 (2), pp. 275-305.
- GOMPERS, P. A., J. L. ISHII y A. METRICK (2001). *Corporate Governance and Equity Prices*, NBER working paper 8449.
- GOMPERS, P. A. y A. METRICK (2001). «How are large institutions different from other investors? Why do these differences matter? Institutional Investors and Equity Prices», *Quarterly Journal of Economics*, 116 (1), pp. 229-259.
- GROSSMAN, S. J. y O. D. HART (1986). «The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration», *Journal of Political Economy*, 94 (4), pp. 691-719.
- (1980). «Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation», *Bell Journal of Economics*, 11, pp. 42-64.
- GUTIÉRREZ, M. (2003). «An Economic Analysis of Corporate Directors Fiduciary Duties», *Rand Journal of Economics*, de próxima aparición.
- (2000). *Managers and Directors: A Model of Strategic Information Transmission*, CEMFI Working Paper No. 0003.
- HANSMANN, H. y R. KRAAKMAN (2000). *The end of history for corporate law*, Yale Law School, New Haven.
- HARRIS, M. y A. RAVIN (1988). «Corporate governance: voting rights and majority rules», *Journal of Financial Economics*, 21, pp. 203-235.
- HART, O. y J. MOORE (1990). «Property Rights and the Nature of the Firm», *Journal of Political Economy*, 98 (6), pp. 1119-1158.
- (1998). «Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt», *Quarterly Journal of Economics*, 113 (1), pp. 1-41.
- HIGGS REPORT (2003). *Review of the Role and Effectiveness of non-executive directors* (www.dti.gov.uk/cld/non_exec_review).
- HONG, H. y J. KUBIK (2000). *Measuring the Career Concerns of Security Analysts: Job Separations, Stock Coverage Assignments and Brokerage House Status*, Working Paper Stanford Business School.
- HONG, H., J. KUBIK y A. SOLOMON (2000). «Security Analysts' Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts», *RAND Journal of Economics*, 31 (1), pp. 121-144.
- HOSHI, T., A. KASHYAP y D. SCHARFSTEIN (1990). «The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan», *Journal of Financial Economics*, 27 (1), pp. 67-88.
- HUTTON, A. P. (2002a). *The Determinants and Consequences of Managerial Earnings Guidance Prior to Regulation Fair Disclosure*, Harvard NOM Research Paper No. 02-20.
- HUTTON, A. P. (2002b). *The role of sell-side analysts in the Enron debacle*, Working Paper Harvard Business School.
- JENSEN, M. C. (2002). Conferencia inaugural del congreso anual de la European Financial Management Association, celebrada en junio de 2002 en Londres.

- JENSEN, M. C. (2001). «Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function», *European Financial Management*, 7 (3).
- (1993). «The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems», *Journal of Finance*, 48 (3), pp. 831-880.
- (1991). «Corporate Control and The Politics Of Finance», *Journal of Applied Corporate Finance*, 4 (2), pp. 13-33.
- JOHNSON, S., R. LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES y A. SHLEIFER (2000). «Tunneling», *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90, pp. 22-27.
- KANG, J. K. y R. M. STULZ (2000). «Do Banking Shocks Affect Borrowing Firm Performance? An Analysis of the Japanese Experience», *Journal of Business*, 73 (1), pp. 1-23.
- KHANNA, T., J. KOGAN y K. PALEPU (2002). *Globalization and Similarities in Corporate Governance: A Cross Country Analysis*, Strategy Unit, Harvard University, Working Paper No. 02-041.
- KLEIN, A. (2002). «Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management», *Journal of Accounting & Economics*, 33 (3).
- KRAAKMAN, R. H. (1986). «Gatekeepers: The Anatomy of a Third Party Enforcement Strategy», *Journal of Law, Economics and Organization*, 2 (1), pp. 53-104.
- LA PORTA, R., F. LÓPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER y R. VISHNY (2000). «Investor Protection and Corporate Governance», *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), pp. 3-27.
- (1999). «The quality of government», *Journal of Law, Economics and Organization*, 15, pp. 222-279.
- (1998). «Law and Finance», *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1113-1155.
- LASFER, M. A. (2002). *Board Structure and Agency Costs*, working paper City University.
- LORSCH, J. W. y E. MACIVER (1989). *Pawns or potentates: The reality of America's corporate boards*, Harvard Business School Press, Boston.
- MAYER, C. (1988). «New Issues in Corporate Finance», *European Economic Review*, 32 (5), pp. 1167-83.
- MCWILLIAMS, V. B. y N. SEN (1997). «Board Monitoring and Anti-takeover Amendments», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32 (4), pp. 491-505.
- MEHRAN, H. (1995). «Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance», *Journal of Financial Economics*, 38 (2), pp. 163-84.
- MURPHY, K. J. y K. VAN NUYS (1993). *Public pension funds: Ark of the lost raiders?*, working paper Harvard business School.
- MURPHY, K. J. (1985). «Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis», *Journal of Accounting and Economics*, 7 (1-3), pp. 11-42.
- INFORME OLIVENCIA (1998). «Informe Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades» (<http://cnmv.es/publicaciones/gobiernocorp.htm>).

- PAGANO, M. y P. VOLPIN (2000). *The Political Economy of Corporate Governance*, CSEF Working Paper 25.
- PORTER, M. (1992). «Capital disadvantage: America's failing capital investment system», *Harvard Business Review*, septiembre-octubre, pp. 65-82.
- PROWSE S. D. (1992). «The Structure of Corporate Ownership in Japan», *Journal of Finance*, 47 (3), pp. 1121-1140.
- (1990). «Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behaviour in the United States and Japan», *Journal of Financial Economics*, 27 (1), pp. 43-66.
- ROE, M. J. (2001). «Rents and their Corporate Consequences», *Stanford Law Review*, 53, pp. 1463-1494.
- (1997). *Strong managers, weak owners: The political roots of American corporate finance*, Princeton University Press, Princeton.
- ROMANO, R. (2000). *Mechanism of Corporate Governance Less is More: Making Shareholder Activism a Valued*, Yale International Centre for Finance Working Paper No. 00-10.
- SARBANES-OXLEY ACT (2002). (http://cnmv.es/delfos/tendencias/Estados%20Unidos/Sarbanes_Oxley.pdf).
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. (1989). «Management Entrenchment: The Case of Manager Specific Investments», *Journal of Financial Economics*, 25 (1), pp. 123-139.
- STICKEL, S. E. (1992). «Reputation and Performance among Security Analysts», *Journal of Finance*, 47 (5), pp. 1811-1836.
- TIROLE, J. (2001). «Corporate Governance», *Econometrica*, 69 (1), pp. 1-35.
- TURNBULL, S. (1997). «Stakeholder Cooperation», *Journal of Co-operative Studies*, 29.
- (2000). «Corporate Governance: Theories, Challenges and Paradigms», *Governance: Revue Internationale*, 1 (1).
- TRUEMAN, B. (1994). «Analyst Forecasts and Herding Behavior», *Review of Financial Studies*, 7 (1), pp. 97-124.
- VIÉNOT REPORT (1999). «Report of the Committee on Corporate Governance», Association Française des Entreprises Privées & Mouvement des Entreprises de France (<http://cnmv.es/delfos/tendencias/francia1.pdf>).
- WINTER REPORT (2002). «Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe».
- WEISBACH, M. (1988). «Outside directors and CEO turnover», *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 431-460.
- ZINGALES, L. (1997). *Corporate governance*, NBER Working Paper 6309.
- (1995). «What Determines the Value of Corporate Votes?», *Quarterly Journal of Economics*, 443, pp. 1047-1073.