

EL GOBIERNO DE EMPRESAS COTIZADAS: CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO Y REGLAMENTO TIPO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Mónica MELLE HERNÁNDEZ (*)

(resultantes de la puesta en práctica de dichos mecanismos de control por los accionistas y de las pérdidas que puedan ocasionarles los comportamientos oportunistas de los directivos) para, de esta forma, evitar que la separación entre propiedad y control, característica de las sociedades anónimas, dé lugar a formas de organización ineficientes.

I. LOS DIFERENTES MECANISMOS DE CONTROL DE EMPRESAS

De cara a ejercitar su control sobre las empresas, los accionistas cuentan con diversos mecanismos que, de una u otra forma, disciplinan las actuaciones de los gestores empresariales. Estos mecanismos se pueden clasificar en internos y externos, según su incidencia se produzca prioritariamente dentro o fuera de la empresa.

1. Mecanismos externos

Los principales mecanismos externos de control de la gestión de las empresas se concretan en los mercados: ya sean de capitales, de deuda, de control societario, de directivos o de bienes y servicios. Se trata de sistemas de gobierno externos a las empresas, que tratan de resolver los conflictos de intereses entre directivos e inversores en capital de riesgo o de deuda, a través de la disciplina propia de los mercados y de una legislación muy precisa sobre los derechos de cada parte en el nexo de contratos que constituyen las empresas.

En primer lugar, el mercado de capitales, mediante el sistema de precios, evalúa las decisiones de las empresas que cotizan en Bolsa y se erige en un instrumento de control primordial sobre la actuación de los directivos. Y, como es obvio, a medida que los mercados son más eficientes —como en los casos del Rei-

EL gobierno de las empresas (*Corporate Governance*) es el modo en que éstas son dirigidas y controladas, y constituye por tanto un tema de permanente y creciente interés, tanto para los inversores, trabajadores y directivos de las empresas como para sus clientes y proveedores, así como para los gestores públicos que planeen eventuales regulaciones del sector empresarial. Buena prueba de ese interés son los diferentes informes que durante los últimos años han ido apareciendo en distintos países sobre el «buen gobierno de las empresas», tales como los informes Cadbury (diciembre 1992) y Hampel (enero 1998) en el Reino Unido, el informe Viénot (Conseil National du Patronat..., julio 1995) en Francia, o los informes de The American Law Institute (1992) y de la American Bar Association Section of Business Law (1994) en Estados Unidos. En esa misma línea se inscribe el reciente Código de Buen Gobierno, conocido como informe Olivencia, que, tomando como referencia paradigmática antecedentes como los anteriores, recoge un conjunto de recomendaciones a modo de código ético de buena conducta, de aplicación voluntaria en los consejos de Administración de las empresas españolas (a diferencia de otros códigos éticos, como el citado Cadbury, cuya aplicación resulta obligatoria para las empresas que cotizan en la Bolsa de Londres, desde 1993).

El interés de este tipo de informes se acrecienta aún más si se consideran las crisis que se producen en las empresas que se demuestran incapaces de resolver sus

problemas de agencia. Estos problemas, que son inherentes a las organizaciones modernas en las que la propiedad y el control están separados, surgen por los posibles conflictos de intereses entre directivos y accionistas, así como por las asimetrías informativas que se verifican en los mercados, y que dificultan el adecuado control de los accionistas sobre los directivos para que éstos no empleen su capital de forma «indebida».

La economía de la empresa toma, en esos casos, el referente de la teoría de agencia, para poner de manifiesto que los directivos, como «agentes» de los accionistas, pueden no actuar siempre en beneficio de estos últimos, porque sus objetivos difieren. Así, es claro que el objetivo de los accionistas se centra en la maximización del valor de sus acciones, pero el interés de los directivos puede estar en ocasiones más relacionado con el mayor tamaño y el menor riesgo de quiebra de la empresa que con el objetivo accionarial. Cuestión que se produce porque la dirección puede tener incentivos —como los de conseguir retribuciones extraordinarias, prestigio social, o incluso poder político— para invertir los recursos generados por la empresa en el crecimiento de ésta y en su diversificación, aunque ello no cree valor para los accionistas. Todo lo cual obliga a éstos a diseñar mecanismos de control para evitar, en la medida de lo posible, conductas oportunistas de los directivos en su asignación discrecional de los recursos. De ahí que el principal objetivo del gobierno de empresas sea minimizar los «costes de agencia»

no Unido y Estados Unidos, que se caracterizan por su gran liquidez, por el gran número de empresas cotizadas, por las escasas participaciones interempresas y por la dilución del accionariado de las empresas—, este mecanismo externo de control de los directivos se vuelve más eficaz.

El mercado de deuda puede funcionar también como mecanismo para resolver los problemas de agencia en las empresas. Ello es así porque, en un contrato de deuda, el prestatario promete hacer frente a una corriente preestablecida de pagos futuros al prestamista y cumplir una serie de acuerdos (Smith y Warner, 1979), entre los cuales se encuentra el mantenimiento del valor de los activos de la empresa. Si el prestatario incumple alguno de tales acuerdos, y especialmente si no realiza sus pagos, el prestamista adquiere en contrapartida unos derechos, como la capacidad de apropiarse de algunos activos de la empresa (los de la garantía) o de instar la suspensión de pagos o la quiebra de la empresa. De ahí que la característica esencial de la deuda sea que, ante un fracaso del prestatario para cumplir lo estipulado, transfiera alguno de sus derechos de control al prestamista (Hart y Moore, 1994). Sin embargo, para que la deuda funcione como mecanismo de control, es necesario que la normativa sobre quiebras y suspensiones de pagos sea eficaz. Por otra parte, la capacidad de endeudamiento condiciona las decisiones empresariales de inversión, al exigir una tasa de rentabilidad mínima para éstas acorde al riesgo de la empresa, que los directivos se verán «forzados» a conseguir. Además, según Jensen (1990), los directivos tratarán de no distribuir entre los accionistas los flujos de caja que queden libres una vez financiados todos los proyectos de inversión con valor esperado positivo, para así emplear tales fondos en colocaciones orientadas a satisfacer sus propios intereses. Pero, un mayor endeudamiento en la empresa reducirá ese «cash flow libre», al

obligar a destinar una mayor parte de esos recursos al pago de intereses de la deuda, con lo que se estaría reduciendo los fondos disponibles que los directivos podrían emplear en inversiones decididas por ellos mismos y en su propio beneficio.

El mercado de control corporativo actúa igualmente como mecanismo supervisor cuando la empresa tiene potencialmente más valor si el equipo directivo actual es reemplazado por otro, porque mejora de esta forma su eficiencia operativa. Sin embargo, distintos factores, tales como la regulación, el denominado problema del «polizón» (1) o los mecanismos antiadquisición (contratos blindados o *golden parachutes*) diseñados por los gestores empresariales, pueden influir en la eficacia de este mecanismo.

El mercado de trabajo de los directivos es, asimismo, un sistema de evaluación de directivos y consejeros complementario a los mercados de capitales y de control societario. Para un directivo, sus posibilidades de contratación externa aumentan o disminuyen en función de la mayor o menor calidad, respectivamente, de su gestión empresarial. Sin embargo, aunque exista un mercado de directivos, en muchas ocasiones este mercado no evalúa a los directivos en virtud de la creación de valor que consigan; es decir, su valoración no depende muchas veces de los resultados que obtengan los accionistas.

Finalmente, otro de los mecanismos capaces de disciplinar la actuación de los directivos es la competencia en los mercados de bienes y servicios, ya que a través de la competencia de la empresa en tales mercados competitivos se ponen de manifiesto sus posibles ineficiencias. Las empresas que no ofrezcan los productos deseados por los consumidores y a precios satisfactorios están condenadas a desaparecer a largo plazo. Efectivamente, cuando la empresa actúa en un entorno competitivo, las fuerzas de la com-

petencia en los mercados presionan para que el objetivo de la empresa sea el de maximizar su valor. Si algún factor, como el directivo, obtiene una remuneración superior a su aportación, puede hacer que ello afecte a la propia supervivencia de la empresa. El problema es que el efecto disciplinador de esos mercados suele ser lento, y a veces se hace patente cuando ya es demasiado tarde para implantar acciones correctoras.

2. Mecanismos internos

Desde la perspectiva interna de su aplicación, los sistemas de control mutuo y de jerarquías decisorias (Cuervo, 1998), los contratos de incentivos de los directivos y los consejos de Administración son los mecanismos que ofrecen sendas líneas de resolución de los problemas de agencia entre accionistas y directivos. Pretenden, en todos los casos, limitar la discreción de estos últimos en el empleo de los recursos disponibles (evitando su apropiación indebida o su asignación a proyectos no rentables), así como en la distribución de los beneficios obtenidos, garantizando el retorno de una parte adecuada de los mismos a los aportantes del capital.

Los sistemas de control mutuo se refieren a la supervisión recíproca que se verifica entre los directivos del mismo nivel jerárquico, que disponen de más información que el principal para evaluar sus respectivas actuaciones. Éstos estarán motivados para ejercer esa supervisión sobre todo en los casos en los que el incumplimiento de otro u otros directivos pueda perjudicar el logro de sus propios objetivos en la organización. Al margen de la excepcionalidad que cabe suponer en la aplicación de este mecanismo de supervisión, también hay que considerar la posibilidad de que los directivos de similar nivel jerárquico lleguen a acuerdos mutuos (en sustitución de controles mutuos) en detrimento de los accionistas.

Los contratos de incentivos se basan, por su parte, en vincular, *ex ante*, los intereses de los directivos con la creación de valor en la empresa; asimilando, de este modo, sus intereses con los de los accionistas. Estos contratos pueden tomar distintas formas:

1) La más frecuente es vincular la remuneración de los directivos con la creación de valor en la empresa, basándose en la relación directa que existe entre la retribución de los directivos y el resultado (o *performance*) de la empresa; y que ha sido verificada por autores como Murphy (1985), Coughlan y Schmidt (1985) y Benston (1985), entre otros. Sin embargo, el sistema también plantea diversos inconvenientes, como el de incentivar el «cortoplacismo» en las decisiones de la dirección, el de aislar el esfuerzo de cada directivo, averiguando cuál ha sido su contribución específica al posible éxito de la gestión, o el de determinar quién evalúa a los «evaluadores».

2) Los sistemas de incentivos se pueden también formalizar asignando a los directivos la propiedad de acciones o de opciones sobre acciones (Jensen y Meckling, 1979; Fama, 1980; Loderer y Martin, 1997). El sistema, sin embargo, no está exento de limitaciones, ya que podría ocurrir que un directivo con una significativa participación en el capital de la empresa se sirviera de ésta para actuar en su propio interés, oponiéndose a cualquier otra toma de participaciones en la empresa mediante su «atrincheramiento» en ella (Ofek, 1993 y Azofra, Rodríguez y Vallelado, 1994). Por otra parte, autores como Stulz (1988), McConnell y Servaes (1990), Morck *et al.* (1988) y Rodríguez Sanz (1993) encuentran relaciones diferentes entre el nivel de participación de los directivos de la empresa en su capital y el valor de aquélla para distintos intervalos de participación accionarial de los directivos. Además, unir la remuneración de los directivos con la de los accionistas puede plantear

importantes problemas ante una caída generalizada y continuada de las cotizaciones en los mercados de capitales. En España, este tipo de contratos todavía no están muy implantados (entre otras empresas, disponen de ellos BBV, BCH, Argentaria y Sol Meliá). De hecho, puede estimarse que tan sólo el 18 por 100 de los directores generales, el 12 por 100 de los altos directivos y el 8 por 100 de los mandos intermedios de las empresas españolas poseen algún tipo de participación (acciones, opciones sobre acciones o derechos sobre la revalorización de las acciones) en la propiedad de la sociedad en la que trabajan.

3) Es posible, asimismo, establecer un sistema de incentivos para la dirección vinculando su carrera profesional dentro de la empresa a la evolución de los resultados empresariales, y/o a la valoración que sus subordinados hagan de la eficiencia de su gestión (sistema implantado en algunas compañías auditoras y consultoras, como por ejemplo Price Waterhouse).

Los consejos de Administración, por último, son los organismos de representación de los accionistas por antonomasia en la toma de decisiones en la empresa, ya que aquéllos delegan, por imposición legal, en el Consejo la responsabilidad de vigilar, compensar y sustituir a los gestores, así como la aprobación de los grandes proyectos estratégicos de las empresas. En este ámbito, Mayers, Shivdasani, y Smith (1997) demuestran que existe una importante relación entre el tamaño y la composición de los consejos y la estructura de propiedad de la empresa, que es consistente con que los miembros del Consejo ejerzan un importante papel de *monitoring*, y que incide en la eficiencia de la gestión empresarial de los directivos. Igualmente, para Milgrom y Roberts (1990) la composición del Consejo y la estructura de propiedad son estrategias complementarias para el control de los directivos. David y Diane Denis y A. Sarin (1997), por su par-

te, demuestran que la estructura de propiedad afecta a los cambios de los máximos ejecutivos, influyendo, de este modo, en los esfuerzos de supervisión interna.

Los consejos de Administración difieren de un país a otro dependiendo de la regulación mercantil y de los objetivos perseguidos por sus respectivas empresas. En Alemania, país en el que prevalece el concepto de «interés general de la compañía», su estructura está fuertemente influida por las ideas de independencia y codecisión. Así, y a diferencia del alternativo modelo anglosajón, la dirección del negocio y su supervisión, en las sociedades anónimas cotizadas en Bolsa, se hallan encomendadas a dos órganos distintos de gobierno. Uno de ellos, el Consejo Ejecutivo, asume la responsabilidad de la gestión diaria; en tanto que el control de este último, así como la elección de sus miembros, recae en el otro, el Consejo de Vigilancia. La independencia entre la gestión y el control queda garantizada por el hecho de que nadie pueda ser miembro a la vez de ambos consejos en la misma compañía. La vigencia de la cogestión, regulada por una norma legal de 1976, deja además en manos de los trabajadores la mitad de los puestos del Consejo de Vigilancia de las empresas con más de 2.000 trabajadores. La otra mitad la eligen los accionistas, y está constituida por personas que no trabajan a plena dedicación en la empresa.

En otro caso paradigmático, como el de las empresas japonesas, sus objetivos (crecimiento y permanencia) son similares a los de las alemanas, pero la estructura de sus consejos de Administración es muy diferente. Sólo hay un Consejo, los grandes accionistas no suelen estar representados en él, la mayoría de sus consejeros son directivos de la propia empresa (alrededor de dos tercios del total en las más grandes) y el presidente ejecutivo es el que, en última instancia, elige a sus miembros. De ahí que la labor de control del Consejo sobre los directi-

vos apenas tenga relevancia. De hecho, la supervisión interna descansa en una serie de comités informales, entre los que destaca una especie de club presidencial (*shacho-kai*), del que forman parte las principales compañías del grupo (*keiretsu*) con intereses en la empresa (Kojima, 1993).

Frente a esos ejemplos, en España son pocos los consejos que ejercen en plenitud sus funciones de control; cuestión que se debe, en gran parte, a la clara falta de información que padecen. Esa información, sin embargo, sobre todo en el caso de la actuación de los administradores, debería ser transparente y propiciar que, dada la estructura de los incentivos, pudiera haber una confianza implícita en el comportamiento eficaz y moral de esos agentes (requisito que, por ejemplo, en el caso de las empresas bancarias, se pide expresamente por el Banco de España). A ese respecto, y pese a las nuevas responsabilidades impuestas a los consejeros en la reciente reforma del Código Penal, el esquema de incentivos vigente en el caso español no puede evitar, en muchas ocasiones, conductas oportunistas por parte de los directivos.

II. LOS INTENTOS DE MEJORAR LA EFICACIA DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN

Los criterios de control de los directivos y de sus retribuciones, vigentes desde hace tiempo en Japón, han servido como fuente de inspiración para el movimiento iniciado en Europa por el informe Cadbury, que pretende incorporar mecanismos internos de control más eficientes en las empresas. Su objetivo principal consiste en evitar la concentración de todo el poder de la empresa en manos del primer directivo, diferenciando claramente las funciones de control y dirección estratégica del Consejo de las de la dirección gene-

ral. El informe recomienda así revisar el nombramiento del primer directivo al menos cada tres años y constituir una serie de comités, formados por consejeros no ejecutivos e independientes, para supervisar los nombramientos, los contratos y las remuneraciones de los ejecutivos, así como las relaciones con los auditores (las cuentas deben presentar una información completa sobre el conjunto de las retribuciones de cada consejero y una explicación clara de la política de remuneraciones de la empresa).

La tendencia a fortalecer los poderes del Consejo respecto de los del primer directivo de las empresas resulta especialmente necesaria cuando tales funciones y las de la presidencia del Consejo se encuentran acumuladas. Esto ocurre en el 80 por 100 de los consejos norteamericanos y prácticamente en la totalidad de los españoles; incluso muchas PYME españolas carecen de Consejo de Administración (concretamente, el 32 por 100 de las empresas familiares no tienen Consejo, mientras que sólo una tercera parte del resto considera que es un órgano útil). En definitiva, los consejos deben desarrollar principalmente las siguientes funciones: asegurar el correcto funcionamiento de la compañía, aprobar, a propuesta de la dirección, la estrategia, nombrar y separar al primer directivo, valorar la actuación de los gestores, controlar las desviaciones respecto a objetivos y estrategias, y rendir cuentas de su labor ante los accionistas, garantizándoles la calidad de la gestión de la compañía. En las tendencias que se verifican actualmente hacia el mayor cumplimiento de tales funciones, los consejos de Administración sufrirán previsiblemente algunas transformaciones que les dotarán de mayor eficacia en el control de la discrecionalidad de los directivos (cuadro n.º 1).

En España, la ineficacia de los actuales consejos de Administración para controlar la actuación discrecional de los directivos (cuyas principa-

les carencias se presentan en el cuadro n.º 2), preocupa a las autoridades y organismos públicos. De ahí que el gobierno impulsara la adopción de un código ético para los consejos de Administración en las empresas que cotizan en Bolsa, constituyendo una comisión especial que desarrollase dicho código para «dar respuesta a una gran demanda, que desde sectores profesionales y desde los propios mercados viene reclamando mayores cotas de eficacia, agilidad, responsabilidad y transparencia en el gobierno de las sociedades que apelan a los mercados financieros, para alcanzar, así, en definitiva, una más elevada credibilidad y una mejor defensa de los intereses de todos los accionistas» (Introducción, *El gobierno de las sociedades cotizadas*, CNMV).

La comisión, presidida por Manuel Olivencia Ruiz, fue creada por Consejo de Ministros, en reunión de 28 de febrero de 1997, con el principal objetivo de mejorar el gobierno de las empresas, haciendo que los consejos cumplan su función de mecanismo interno de supervisión y control de las posibles actuaciones oportunistas de los directivos empresariales, logrando de este modo, incrementar el valor de las organizaciones para los accionistas.

En relación con el método de trabajo de la comisión, el propio acuerdo del Consejo de Ministros señalaba algunas pautas, tales como: la previa realización de una amplia consulta entre todos los agentes y entidades que actúan en el mercado, o sus organizaciones más representativas; y la facultad de requerir de los órganos y entes de la Administración los datos e informes necesarios para el desarrollo de su actuación. Por ello, en una primera fase de su trabajo, los miembros de la comisión realizaron un estudio sobre la estructura del accionariado y de los consejos de las sociedades cotizadas españolas, así como una encuesta destinada a las 35 sociedades que integran el índice IBEX-35, para conocer tanto su estado actual

CUADRO N.º 1

TRANSFORMACIONES PREVISIBLES EN LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN

LOS CONSEJOS DE HOY:

- La mayoría de sus integrantes representan a los principales grupos o núcleos de control de cada compañía.
- Muy numerosos (en España, la mayoría de los consejos tienen cerca de 30 miembros).
- Muchos consejeros con funciones ejecutivas en la entidad.
- Las reuniones del Consejo son casi siempre plenarios. Pocas compañías dividen su Consejo en comités con labores específicas.
- El presidente es casi siempre ejecutivo y acapara todo el poder. Suelen ofrecer poca información.
- La remuneración es fija, a través de sueldos, dietas y atenciones estatutarias.

Y LOS DE MAÑANA:

- La mayoría de sus integrantes representará a la totalidad del capital.
- Tendrán entre 10 y 15 miembros.
- Se distinguirán consejeros ejecutivos y consejeros externos con prestigio e independencia, siendo estos últimos más numerosos.
- Plazo máximo de mandato para los consejeros.
- Los consejeros se dividirán hasta en 7 u 8 comités especializados (de los que uno será de nombramientos, otro de retribuciones y un tercero de auditoría). Las reuniones plenarios perderán importancia.
- Habrá más compañías con dos presidentes, uno ejecutivo y otro no, que se preocupará por ofrecer más información, tanto al interior como al exterior.
- Control anual de los presidentes.
- Se impondrá la remuneración variable, principalmente con opciones sobre acciones. Compensación más moderada.
- Orientado para dar más valor al accionista.
- Se revisará el nivel de eficacia de los sistemas de control y será más importante el informe de auditoría externa.
- El secretario tendrá independencia y alguna garantía adicional de permanencia.

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Cadbury (1992) y San Sebastián (1996).

CUADRO N.º 2

ALGUNOS DEFECTOS DE LOS ACTUALES CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN

1. Los consejeros no ejecutivos aceptan sin estudio las propuestas del Consejo.
2. Dificultades para una deliberación adecuada de los asuntos.
3. Escaso grado de conocimientos y experiencia, y ausencia de rigor en la apreciación de incompatibilidades y conflictos de interés.
4. Los comités no están constituidos en su mayoría por consejeros no ejecutivos.
5. No hay oportunidades permanentes de que los consejeros obtengan información directa de los problemas de gestión y de la labor de los ejecutivos.
6. La independencia del auditor se ve dificultada porque las firmas prestan otros servicios añadidos (defecto de la regulación de la auditoría en España).
7. El poder de control que el órgano administrativo tiene sobre la sociedad no se comparte lo suficiente.

Fuente: San Sebastián (1996).

como su opinión y sugerencias sobre los diversos temas que forman parte del contenido del informe solicitado por el gobierno. Los datos obtenidos de esas encuestas, per-

mitieron a la comisión establecer aquellas características de las sociedades cotizadas en las bolsas españolas que las diferencian de otros modelos extranjeros, tales como la

existencia de un socio o un grupo de ellos significativos en la mayoría de las sociedades cotizadas, y que inspiraron las recomendaciones sobre reglas de buen gobierno incluidas en

el código formulado el 26 de febrero de 1998. Código que es de libre asunción por las empresas y que, según la propia comisión, es de carácter coyuntural, por la relatividad de sus recomendaciones, referidas a situaciones concretas de lugar y tiempo.

El *Código del buen gobierno*, que a continuación se reproduce, incluye un conjunto de recomendaciones que se refieren, entre otros aspectos, a la necesidad de integrar en los consejos de Administración un número razonable de consejeros independientes, cuyo perfil responda a personas de prestigio profesional desvinculadas del equipo ejecutivo y de los accionistas significativos. Igualmente, a que en la composición de los consejos, los consejeros externos, que engloban a los independientes y a los denominados «dominicales» (titulares de paquetes significativos de la empresa), constituyan amplia mayoría sobre los ejecutivos. Además, que para lograr un funcionamiento más eficaz y participativo de los consejos, su dimensión oscile entre cinco y quince miembros.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha venido prestando su apoyo a los trabajos y actividades de la comisión especial desde la fase inicial de estudio y elaboración del código ético, así como a la difusión de sus resultados y a la creación de las condiciones necesarias que facilitarían su aplicación por parte de las sociedades. En este sentido, el 17 de diciembre de 1998 remitió a los presidentes de las sociedades cotizadas en Bolsa una circular con las directrices del modelo de informe a elaborar por las sociedades que decidan asumir el *Código del buen gobierno* (disponible en Internet), que también se reproduce en páginas posteriores. De asumirse por las empresas, éstas deben presentar, junto a sus memorias e informes de auditoría anuales, este modelo, que recaba información sobre las reglas de gobierno que utiliza cada empresa y sobre cómo

han adoptado el *Código de buen gobierno*.

III. EFICACIA DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y EXPERIENCIA EN LA APLICACIÓN DEL «CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO» POR LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

Desde la publicación del Informe Olivencia, han sido muchas las sociedades cotizadas y no cotizadas que han estudiado la implantación de todas o parte de las recomendaciones del *Código de buen gobierno*. Y después de la circular de la CNMV, que sugiere la implantación de tales recomendaciones, parece previsible que esta práctica se generalice incluso en empresas no cotizadas, y se amplíen además, algunos de los criterios de información contenidos en el propio *Código*. Hasta la fecha, 18 empresas (2) han formulado su Reglamento de Consejo de Administración ajustado al *Código de buen gobierno* y 9 más disponen de reglamentos internos de conducta (3) (empresas, en su mayor parte, de sectores con una vinculación muy directa con el mercado o de propiedad pública). Iniciado este proceso de introducción de las recomendaciones por las sociedades que cotizan en Bolsa, los agentes económicos podrán evaluarlas y compararlas con el resto de sociedades no cotizadas, en cuanto a su proceso de implantación o no de estas medidas, mejorando o empeorando la imagen de gestión y transparencia que se tenga de ellas. De este modo, es de esperar que se consiga una mayor transparencia en la gestión y el gobierno de las sociedades, aumentando su credibilidad frente a su entorno económico y social.

En España se han publicado recientemente algunos estudios empíricos que pretenden verificar la vigencia del Consejo de Administración como mecanismo de control de los directivos. Es el caso, por ejem-

plo, del realizado por Melle (1998) sobre una muestra de las empresas españolas cotizadas en la Bolsa de Madrid durante el período 1991-1996, que contrasta si el incremento del número de miembros del Consejo de Administración, con consejeros «no políticos», dota de mayor capacidad técnica al Consejo, y si ello incide en la mejora de la rentabilidad económica de la empresa. De igual forma, verifica si la mayor participación de los miembros del Consejo de Administración en el capital social de la empresa tiende a aumentar la rentabilidad de ésta sobre sus activos totales.

A ese respecto, en el citado estudio empírico, las empresas cotizadas que formaban la muestra analizada tenían una dimensión media de sus consejos que se ajustaba al tamaño que el Comité Olivencia considera «adecuado» (entre cinco y quince miembros), aunque se producía una gran disparidad entre los tamaños máximos y mínimos de los consejos de las empresas, aún de un mismo sector. Entre sus conclusiones, se encuentra que para tamaños pequeños de consejos, la incorporación de un miembro más incrementa el valor de la empresa en el mercado. Por otra parte, se verifica la idoneidad de algunas de las recomendaciones comunes a los diferentes códigos éticos: en lo que se refiere a la existencia de consejeros independientes, el aumento del número de miembros del Consejo de Administración con consejeros «no políticos» dota de mayor capacidad técnica al Consejo, lo que influye en la mejora de la rentabilidad económica de la empresa (4), del mismo modo que la participación de los consejeros en la propiedad de las empresas orienta las decisiones económicas de los directivos hacia incrementos en la rentabilidad de aquéllas. Aspectos, todos ellos, que revelan su efectividad para vincular los intereses de los consejeros con la creación de valor y reducir, de este modo, los conflictos de intereses propios de la relación de agencia entre consejeros y accionistas.

La evidencia empírica muestra, por tanto, siquiera en ciertos casos, el acierto (a pesar de su difícil aplicación en España) de las recomendaciones del informe Olivencia para dotar de mayor eficacia, responsabilidad y transparencia a los consejos de Administración de las empresas españolas, a fin de aumentar su credibilidad y mejorar la defensa de los intereses de todos los accionistas.

La realidad, sin embargo, también aconseja cautela en la asunción de las recomendaciones de este tipo de códigos éticos, porque la situación de las grandes empresas españolas cotizadas (488, a 29 de enero de 1999) es muy distinta de la de otras empresas españolas pequeñas y medianas no cotizadas (2.570.000 aproximadamente, a 1.º de enero de 1998, sin considerar el sector agropecuario y pesquero), en las que las funciones del primer directivo y las de la presidencia del Consejo se encuentran acumuladas o en las que, incluso, se carece de Consejo de Administración. Todo lo cual lleva a que, en el debate sobre el control corporativo, deban considerarse las características distintivas imperantes en cada país, ya sean las que se refieren a la regulación mercantil, o ya las derivadas de las estructuras de propiedad de las empresas, sus estructuras financieras, sus tamaños medios, y tantas otras.

Por otra parte, no debemos olvidar que los consejos son sólo uno (aunque bien importante) de los mecanismos internos de gobierno de empresas, que funcionan junto a otros mecanismos externos para orientar las decisiones directivas hacia la creación de valor para los accionistas. De ahí que cuando se evalúen los efectos de los distintos mecanismos de gobierno de empresas sobre la gestión empresarial, deban también considerarse determinados mecanismos externos, tales como la deuda y el capital, cuyos controles a través de los mercados financieros, pueden resultar tanto o más eficaces que los internos (como

pueda ser el Consejo de Administración) de cara a lograr modificaciones del comportamiento directivo que redunden en la mejora de la *performance* de las empresas.

En un análisis comparado con los mecanismos de gobierno externos, el Consejo de Administración actúa controlando decisiones directivas que inciden sobre indicadores de eficiencia económica de las empresas (como la rentabilidad sobre los activos totales). Sin embargo, ese mecanismo interno actúa en menor medida sobre variables que miden rentabilidad para los accionistas (como el ROE) o la creación de valor de la empresa en el mercado. Por el contrario, los mecanismos externos, como los mercados de capitales, a través del «capital y la deuda», afectan a indicadores que miden «objetivos propios de los accionistas», ya sea mediante variables de mercado, como la creación de valor, o contables, como la rentabilidad para los accionistas o ROE.

Por otra parte, ante imperfecciones de mercado o ineficiencias en el control directivo por parte de los accionistas, la deuda puede limitar la discrecionalidad de los decisores y orientarlos de manera eficiente hacia la creación de valor. En este sentido, el incremento de la *ratio* de endeudamiento en una empresa puede limitar la discrecionalidad de sus directivos y orientar sus decisiones hacia la maximización del valor de mercado de la empresa. De ahí que la deuda sea un «mecanismo de gobierno» que proporcione, ante imperfecciones de mercado, mejor protección a los inversores que el capital. Sin embargo, si se trata de grandes inversores (ya sean accionistas o acreedores), la diferencia entre ambos mecanismos es muy débil; con lo que la concentración del capital ejerce efectos favorables sobre la creación de valor de las empresas para el mercado, así como sobre su rentabilidad financiera para los accionistas.

En definitiva, para el «buen gobierno» de las empresas españolas,

se hace necesaria una mayor profesionalización de los consejos, así como el desarrollo de códigos de conducta que autorregulen el comportamiento de los consejeros, en la línea propuesta por informes como el del Comité Olivencia. Además, y ante las ineficiencias inherentes a los mecanismos internos de control, estos cambios en los órganos de gobierno deben ir acompañados de mejoras en la eficiencia de los mercados. El objetivo debe ser que los inversores dispongan de más y mejor información para facilitar el control corporativo mediante la deuda y el capital a través de los mercados de capitales. En suma, que los mercados ejerzan de mecanismo de «gobierno de empresas», y logren que los directivos empresariales utilicen los recursos financieros disponibles tratando de maximizar el valor de mercado de las empresas, en lugar de destinarlos a realizar inversiones inspiradas en su propia función de utilidad. Y que, al propio tiempo, eviten que los grandes accionistas tomen decisiones para obtener beneficios privados, en lugar de perseguir la defensa de los intereses de los pequeños accionistas.

NOTAS

(*) Véase, para posibles ampliaciones del contenido de esta Nota, MELLE (1998).

(1) Surge cuando en una sociedad con propiedad dispersa, los pequeños accionistas creen que su decisión de acudir o no a la misma no alterará el resultado final de la oferta, por lo que tenderán a no vender sus acciones, esperando capturar parte de las ganancias que espera obtener el adquirente (GROSSMAN y HART, 1980).

(2) Abengoa, S.A., Aldeasa, S.A., Accerlialia Corporación Siderúrgica, S.A., Adolfo Domínguez, S.A., Banco Guipuzcoano, Centros Comerciales Continente, S.A., Corporación Bancaria de España, S.A. (Argentina), Enaco, S.A., Endesa, Federico Paternina, S.A., Fomento Inmobiliario Central, S.A., Funespaña, S.A., Indra, S.A., Fasa Renault, S.A., Repsol, S.A., Tabacalera, S.A., Telefónica, S.A. y Tubacex, S.A.

(3) Acciona, S.A., Amper, S.A., Catalana Occidente, S.A., Corporación Financiera Reunida, S.A., G.M.U., S.A., Inbesós, S.A., Indra, S.A., Unión Fenosa, S.A. y Zardoya Otis, S.A.

(4) Estos resultados coinciden con los de FERNÁNDEZ *et al.* (1998), que demuestran por una parte, que la proporción de conseje-

ros externos (independientes y dominicales) alcanza un valor promedio superior al 65 por 100 para las empresas no financieras que cotizan en el mercado bursátil, y por otra, que su mayor presencia incrementa el valor de la empresa en el mercado.

BIBLIOGRAFÍA

- AZOFRA, V.; RODRIGUEZ SANZ, J. A., y VALLELADO, E. (1994), «Estructura de propiedad, endeudamiento y resultados en la gran empresa industrial española: un enfoque de agencia», *X Jornadas de Economía Industrial*, septiembre, Fundación Empresa Pública, págs. 129-145.
- AMERICAN BAR ASSOCIATION SECTION OF BUSINESS LAW (1994), *Corporate Directors Guidebook*, Estados Unidos.
- BENSTON, G. J. (1985), «The self-serving management hypothesis. Some evidence», *Journal of Accounting and Economics*, número 7, págs. 67-84.
- CADBURY, A. (1992a), *Report of the Committee on The Financial Aspects of Corporate Governance* (1 diciembre 1992), Burgess Science Press, Gran Bretaña.
- (1992b), *Report of the Committee on The Financial Aspects of Corporate Governance. The Code of Best Practice*, Burgess Science Press, Gran Bretaña.
- CONSEIL NATIONAL DU PATRONAT FRANÇAIS (CNPF) y ASSOCIATION FRANÇAISE DES ENTREPRISES PRIVÉES (AFEP) (1995), *The Boards of Directors of Listed Companies in France* (Viénot Report), 10 julio, Francia.
- COUGHLAN, A. T., y SCHMIDT, R. M. (1985), «Executive compensation, management turnover, and firm performance. An empirical investigation», *Journal of Accounting and Economics*, n.º 7, págs. 43-66.
- CNMV (1998), *El gobierno de las sociedades cotizadas* (Informe Olivencia), Madrid.
- CUERVO GARCÍA, A. (1998), «El debate sobre el gobierno de las empresas», *Firmas en Expansión*, *Expansión*, 29, 30 y 31 de octubre.
- DENIS, D.; DENIS, D., y SARIN, A. (1997), «Ownership structure and top executive tur-

nover», *Journal of Financial Economics*, número 45, páginas 193-221.

- FAMA, E. (1980), «Agency problems and the theory of the firm», *Journal of Political Economy*, n.º 88, págs. 287-307.
- FERNÁNDEZ, A. I.; GÓMEZ-ANSÓN, S., y FERNÁNDEZ-MÉNDEZ, C. (1998), «El papel supervisor del Consejo de Administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español», *Investigaciones Económicas*, vol. 22, n.º 3, páginas 501-516.
- GROSSMANN, S. J., y HART, O. D. (1980), «Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation», *The Bell Journal of Economics*, vol. 11, páginas 42-64.
- HAMPEL REPORT (1998), *Committee on Corporate Governance Final Report*, enero 1998, Gran Bretaña.
- HART, O., y MOORE, J. (1994), «A theory of debt based on the inalienability of human capital», *Quarterly Journal of Economics*, número 439, págs. 841-79.
- JENSEN, M. C. (1990), «CEO incentives-it's not how much you pay, but how», *Harvard Business Review*, vol. 68, n.º 3, páginas 138-153.
- JENSEN, M. C., y MECKLING, W. H. (1979), «Theory of the firm, managerial behaviour, agency costs, and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, volumen 3, págs. 305-360.
- KOJIMA, K. (1993), «Corporate governance in Germany, Japan, and The United States: a comparative study», *Kobe Economic and Business Review*.
- LODERER, C., y MARTIN, K. (1997), «Executive stock ownership and performance Tracking faint traces», *Journal of Financial Economics*, n.º 45, págs. 223-255.
- MAYERS, D.; SHIVDASANI, A., y SMITH, Jr. C. W. (1997), «Board composition and corporate control: Evidence from the insurance industry», *Journal of Business*, volumen 70, n.º 1, págs. 33-62.
- MCCONNELL, J. J., y SERVAES, H. (1990), «Additional evidence on equity ownership

and corporate value», *Journal of Financial Economics*, n.º 27, págs. 595-612.

- MELLE HERNÁNDEZ, M. (1998), «Fundamentos teóricos del gobierno de empresas. Una aplicación a las empresas españolas (1991-96)», *Documentos de Trabajo*, Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas, n.º 145, Madrid.
- MILGROM, P., y ROBERTS, J. (1990), *Economics Organization and Management*, Prentice Hall International, Englewood Cliffs, N. J. Traducido en 1993, *Organización y gestión de empresa*, Ariel Economía, Barcelona.
- MORCK, R.; SCHLEIFER, A., y VISHNY, R. W. (1988), «Management ownership and market valuation. An empirical analysis», *Journal of Financial Economics*, n.º 20, páginas 293-315.
- MURPHY, K. J. (1985), «Corporate performance and managerial remuneration. An empirical analysis», *Journal of Accounting and Economics*, n.º 7, págs. 11-42.
- OFEK, E. (1993), «Capital structure and firm response to poor performance. An empirical analysis», *Journal of Financial Economics*, n.º 34, págs. 3-30.
- RODRÍGUEZ SANZ, J. A. (1993), *Estructura de propiedad, endeudamiento y resultados de la empresa industrial española: un enfoque de agencia*, tesis doctoral, Universidad de Valladolid.
- SAN SEBASTIÁN, F. (1996), *El gobierno de las sociedades cotizadas y su control*, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid.
- SMITH, C., y WARNER, J. (1979), «On financial contracting: An analysis of bond covenants», *Journal of Financial Economics*, número 7, págs. 117-61.
- STULZ, R. M. (1988), «Managerial control of voting rights. Financing policies and the market for corporate control», *Journal of Financial Economics*, n.º 20, páginas 25-54.
- THE AMERICAN LAW INSTITUTE (1992), *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, Estados Unidos.