
«El Gobierno de la empresa: presentación»

10

Este artículo contiene una revisión parcial de la literatura económica sobre el gobierno de las empresas bajo la triple perspectiva de la teoría de la agencia, la teoría de los contratos incompletos y la visión de la empresa como una sub-economía. Se presentan también referencias a las sucesivas investigaciones empíricas publicadas en los últimos años, muchas de ellas interesadas en comparaciones internacionales que permiten conocer la relevancia de la diversidad institucional en la propiedad y gobierno de las empresas. Las conclusiones apuntan hacia una posición ecléctica sobre el tema (resultado del desconocimiento que tenemos todavía sobre aspectos muy importantes del gobierno corporativo) en la que la regulación pública debe buscar el difícil equilibrio entre facilitar la adaptación a la diversidad y la innovación institucional por parte de la contratación privada, y atender los importantes efectos externos de alcance social que afectan a los sistemas financieros desarrollados.

Artikulu honek enpresen gobernamentuari buruzko literatura ekonomikoaren azterketa partziala eskaintzen du. Hiru ikuspegi landu dira: agentziaren teoria, kontratu osatugabeen teoria eta enpresa azpiekonomia gisa aztertzen duen ikuspegia. Halaber, azken urteetan argitaratu diren azterlan empirikoen gaineko erreferentziak aurkeztu dira. Haietako asko nazioarteko alderaketetan jarri dute interesa eta bide ematen dute erakundeen aniztasunak enpresen jabetzan eta gobernamentuan duen garrantzia ezagutzeko. Azterketaren ondorioek gaiari buruzko jarrera eklektiko batera garamatzate, gobernamentu korporatiboaren alderdi oso garrantzitsu zenbaiti buruz oraindik nahiko ez dakigulako. Arautze publikoak oreka zaila bilatu behar du bi punturen artean: kontratazio pribatuaren aniztasuna eta berrikuntza instituzionala egokitzen erraztea eta finantza sistema garatuen jarduerak gizar-tean sortzen dituzten kanpo eragin garrantzitsuei aurre egitea.

This paper contains a partial review of the economic analysis of corporate governance. The review considers three main approaches to the subject, agency theory, incomplete contracts and the view of the firm as a subeconomy, and provides a summary of findings in empirical research based upon each of them. The paper highlights the trends in international research that integrates comparative institutional analysis in the study ownership and governance of business firms around the world. The conclusions indicate that the difficult equilibrium between public regulation and private contracting will continue to be the dominant subject in the field of corporate governance for the next time to come.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Aproximaciones teóricas
 3. Estudios empíricos
 4. Conclusión e implicaciones
- Referencias bibliográficas

Clasificación JEL: G32, G34, G38

1. INTRODUCCIÓN

El Gobierno de las Empresas se ha convertido en los últimos años en el principal paradigma que sirve de paraguas a la investigación teórica y empírica sobre la empresa moderna. El gobierno corporativo suscita el interés de economistas, juristas, contables, politólogos y profesionales de la gestión. Sus campos de interés comprenden desde aspectos concretos acerca de cómo retribuir a los altos directivos de las grandes empresas que cotizan en bolsa, hasta los más generales sobre el papel del Derecho y la Política (marco jurídico e institucional) en el desarrollo de los mercados de capitales que han de financiar la inversión y el crecimiento de la economía. Las ventajas que se atribuyen a los sistemas financieros dominantes en Japón y Alemania en los años ochenta, se ponen en cuestión en

los años noventa cuando el modelo anglosajón recupera las preferencias de analistas y profesionales. Los casos de Enron, WorldCom y otros ejemplos de fracasos empresariales, así como de las instituciones que han de asegurar la protección de los pequeños inversores (auditores, analistas, bancos de inversión, reguladores), han vuelto a suscitar dudas sobre las verdaderas excelencias del modelo americano, creándose un vacío de ideas que hoy no se sabe aún como se llenará.

El ejemplar que el lector tiene en sus manos incluye un conjunto de textos sobre el gobierno de las empresas, escritos por autores españoles especialistas en los temas concretos de sus respectivas colaboraciones. Cada uno de ellos reflexiona sobre la realidad española desde la perspectiva de la investigación académica internacional por lo que, creemos, el con-

junto de trabajos constituye un estado de la cuestión que debe contribuir a enriquecer el debate económico y social sobre un tema de gran importancia y actualidad. Junto a ellos, este artículo a modo de presentación pretende ofrecer un marco general de integración que facilite la lectura posterior de cada uno de ellos por separado¹. Para ello estructuramos su contenido como sigue. El apartado segundo resume las tres líneas de pensamiento teórico que desde la Economía cubren el espectro del análisis sobre gobierno corporativo. El apartado tercero contempla las aportaciones de carácter más empírico, siguiendo lo más cerca posible los referentes teóricos. Las conclusiones permiten hacer balance del estado de la cuestión.

2. APROXIMACIONES TEÓRICAS

2.1. Información asimétrica y modelo de agencia

La aproximación más usual al estudio del gobierno de las empresas es la que toma como punto de partida los conflictos de intereses que surgen en la gran empresa por acciones, entre quienes poseen la propiedad formal de la empresa, los accionistas, y quienes controlan efectivamente el uso de los recursos productivos disponibles dentro de ella, los equipos de dirección. Una referencia importante que

¹ No se trata propiamente de un panorama sobre el tema por lo que nos permitiremos cierta licencia a la hora de seleccionar los principales trabajos que han merecido nuestra atención. En Salas (2002) puede verse un análisis más amplio del tema.

resume esta literatura es Shleifer y Vishny (1997), autores que dan una definición sobre qué se entiende por gobierno corporativo que ha tenido un amplio eco en los últimos años:

«Medios a través de los cuales quienes proporcionan recursos financieros a la empresa se aseguran una retribución adecuada a sus inversiones».

Los antecedentes modernos de esta visión del gobierno corporativo se remontan a los años cincuenta con los teoremas de Modigliani y Miller que demuestran la irrelevancia de las decisiones de financiación de la empresa para determinar su valor económico en el mercado². La demostración se desarrolla partiendo de unos supuestos estrictos acerca de la ausencia de imperfecciones en los mercados de capitales, de manera que todos los activos tienen un precio donde se refleja la información disponible por quienes compran y venden en dichos mercados. Mercados y precios eficientes centran la atención de la investigación financiera, mientras que las finanzas corporativas tratan de explicar la diversidad de estructuras financieras observadas entre las empresas a partir de la presencia de impuestos y de costes de quiebra: La ventaja fiscal de la financiación a través de deuda debido a que los gastos financieros no tributan en el impuesto de sociedades, incentiva a las empresas a utilizar deuda preferentemente sobre fondos propios, para financiar los activos. Pero más deuda significa más costes esperados de quiebra que repercuten en la riqueza de los accionistas. La estructura

² Véase Modigliani y Miller (1958, 1963).

financiera deseada es la que iguala el beneficio marginal del ahorro de impuestos y el coste marginal esperado de quiebra.

Los impuestos y los costes de quiebra se demuestran insuficientes a la hora de explicar la diversidad de estructuras financieras entre las empresas dentro de un mismo país, pero especialmente entre países con sistemas fiscales similares. Además, la hipótesis de información simétrica entre todos los agentes que intervienen en las transacciones comienza a cuestionarse como poco realista. Una de las áreas donde la asimetría está presente es la de las relaciones entre inversores y directivos: la delegación de capacidad de decisión en los directivos por parte de los titulares de deuda y acciones, sobre el uso de los fondos financieros que aportan a la empresa, responde razonablemente al supuesto de que los directivos están mejor informados que los inversores sobre proyectos concretos que merecen ser impulsados. Pero abre también las puertas al conflicto de intereses entre inversores y directivos dando lugar a los «problemas de agencia» que fueron el paradigma de la investigación sobre finanzas corporativas durante los años ochenta³.

Las instituciones que habían tenido un protagonismo mínimo en los años cuando la investigación financiera sigue los postulados de Modigliani y Miller, empiezan a tener un protagonismo mayor, principalmente aquellas que influyen en la cantidad

y calidad de información disponible. Si los bancos tienen ventajas a la hora de llevar a cabo actividades de supervisión y control sobre los equipos directivos, la sociedad ya no será indiferente a su desarrollo e implantación. La función de contables y auditores que elaboran y validan la calidad de la información que llega a los inversores, está ahora plenamente justificada. Algo parecido les sucede a las normas y regulaciones que obligan a los directivos de las empresas a desvelar información que de otro modo quedaría oculta. La transparencia de información facilita el control externo de las decisiones de los directivos y hace menos necesario el control interno a través de la supervisión directa de los accionistas importantes. Aquellas sociedades donde la protección de los inversores se basa en información de más calidad y un activo control externo, tienen estructuras accionariales más dispersas en sus empresas y son menos dependientes de la financiación bancaria. En otras donde esa protección es menos efectiva la estructura accionarial está más concentrada y la financiación bancaria es más importante.

2.2. Contratos incompletos

En los años noventa los modelos teóricos sobre propiedad y gobierno de la empresa empiezan a tomar en consideración otros factores, además de la información asimétrica que inspira a los modelos de agencia. Entre ellos el carácter necesariamente «incompleto» de muchos contratos debido a los elevados costes de transacción que representa prever to-

³ Jensen y Meckling (1976) puede considerarse el trabajo pionero en esta aplicación. El panorama de Shleifer y Vishny (1997) revisa como hemos dicho toda la literatura posterior.

das las contingencias que pueden ocurrir a lo largo de una transacción, establecer contrapartidas para cada una de ellas y plasmarlas en un contrato cuyo incumplimiento por una de las partes pueda ser denunciado por la otra en los tribunales. El contrato incompleto proporciona un marco general por donde va a transcurrir el intercambio y prevé mecanismos a través de los cuales se va a decidir sobre aquello no previsto de antemano⁴.

El gobierno corporativo tiene ahora un significado distinto tal como pone de manifiesto la definición que da sobre el mismo Luigi Zingales (1998):

«Conjunto de condiciones que configuran la negociación a posteriori sobre las quasi-rentas generadas por la empresa»

Las quasi-rentas surgen porque el valor de oportunidad de los recursos productivos es diferente a su valor de producción. Una de las causas de esa diferencia es el carácter específico o idiosincrásico de los activos invertidos en una relación, es decir el valor económico de un activo es mayor en su empleo actual que en usos alternativos. Una vez invertido, el valor de oportunidad del activo (valor en usos alternativos) puede ser muy pequeño e inferior al coste de producirlo. La protección del valor de la inversión inicial a través de ejercer la opción de salida y trasladar el activo a usos alternativos si el empleo actual no satisface las contrapartidas esperadas, no consigue el objetivo buscado cuando las inversiones son específicas. Quien invierte en activos específicos deberá acudir a los

contratos como medio de protección de las rentas asociadas a los activos. Cuando el coste de transacción del contrato con respaldo legal es muy elevado tampoco será la solución al problema de retención (*hold up*) que se crea cuando los activos invertidos tienen un elevado grado de especificidad.

La solución que en principio parece más efectiva para proteger las rentas y el valor económico de los activos específicos, es la que proporciona el derecho de propiedad. Poseer la propiedad de un activo significa poseer los derechos residuales de decisión sobre todo aquello que puede afectar a su uso y que no forma parte de lo que se contrata en el momento de iniciar la transacción. Si, dentro de un marco contractual incompleto, surge en el futuro alguna disputa entre quienes intervienen en la transacción, la propiedad del activo es una salvaguarda que reduce los riesgos de expropiación a través de favorecer la posición negociadora de quien la ostenta⁵.

Las inversiones específicas necesarias para la eficiencia productiva de una empresa pueden recaer en cualquier interesado que intercambia con ella, trabajadores, proveedores, clientes y por supuesto accionistas. Los contratos explícitos y los contratos implícitos (promesas) serán a veces la solución más deseable para minimizar riesgos de expropiación y estimular las inversiones. Pero otras veces, si los contratos son inviables por sus altos costes de transacción, existirán otras

⁴ Mayer (1988) es uno de los primeros trabajos en estudiar las finanzas corporativas desde la perspectiva de los contratos incompletos.

⁵ La relevancia de la propiedad para la protección de las quasi-rentas está muy bien documentada en Hart (1996).

soluciones más favorables como por ejemplo compartir poder de decisión entre todos los interesados que arriesgan en la relación. El carácter incompleto de los contratos convierte en relevante la presencia en el consejo de administración de accionistas significativos que tienen poder efectivo para supervisar el equipo de dirección y decidir su sustitución cuando estimen insatisfactorio su desempeño, pues a través de los contratos completos no es posible instrumentar el relevo.

El carácter necesariamente incompleto de los contratos añade otras consideraciones a los determinantes de la estructura financiera: La deuda hace posible que la empresa entre en algún momento en quiebra o suspensión de pagos y si es así los acreedores tienen la oportunidad de tomar el control de la empresa y cambiar la dirección. Financiarse con deuda a corto plazo constituye una fórmula que permite reducir el tiempo entre evaluaciones periódicas de la marcha de la transacción y actuar en consecuencia.

Por último, los contratos pueden ser incompletos de facto cuando el sistema legal es incapaz de proteger de forma satisfactoria los derechos de quienes los suscriben. Entornos donde los jueces son corruptos y/o no tienen los medios necesarios para llevar a cabo la verificación precisa de los hechos que se denuncian, o donde la interferencia política es permanente y arbitraria modificando constantemente las leyes y regulaciones, convierten los contratos en papel mojado. Quienes llevan a cabo transacciones en economías donde la inseguridad jurídica es alta, siempre operan *de facto* bajo el

paraguas de contratos incompletos e implícitos.

La protección de los inversores que arriesgan su capital solo es posible, en el mejor de los casos, con la salvaguarda que proporciona mantener juntos la propiedad y el control de los activos en que se materializa la inversión. El mercado financiero que surge y se desarrolla cuando los inversores acuden al mismo para compartir riesgos con la expectativa de recibir a cambio una rentabilidad satisfactoria, exige una alta protección de los intereses de los pequeños inversores. O al menos la percepción por su parte de que existe y de este modo aumentar su confianza en el sistema. Cuando la protección legal es escasa solo invertirán en actividades productivas quienes pueden controlar el uso final de los recursos, lo que dará lugar a estructura de propiedad muy concentradas y mercados financieros con escasa liquidez. Surge así el punto de encuentro entre el Derecho y las Finanzas, que tanto interés intelectual ha despertado durante los últimos años: Los sistemas legales que mejor protejan los derechos de los inversores harán posible un mayor desarrollo de los mercados financieros. Insuficiente protección legal obligará a mantener unidos la propiedad y el control de la empresa impidiendo el desarrollo de los mercados.

2.3. La empresa como subeconomía

El modelo neoclásico de empresa supone que todos los interesados menos los accionistas protegen sus derechos a través de los contratos o a través del ejer-

cicio de las oportunidades a elegir entre usos alternativos para sus recursos. Los accionistas compensan esa falta de protección con el ejercicio de los derechos de propiedad que significa negociar los contratos con el resto de propietarios de recursos y asumir el control sobre los derechos residuales de decisión. Todo ello bajo la motivación de hacer máximo el beneficio que reciben como contrapartida.

Esta visión de la empresa consigue hacer coincidir la eficiencia privada, máximo beneficio para el empresario, y la eficiencia social, máximo bienestar colectivo, siempre que en la búsqueda del máximo beneficio el empresario o directivo de la empresa no genere efectos externos importantes para el resto de interesados, directos o indirectos. Tirole (2001) advierte que tales efectos externos pueden existir y el gobierno de la empresa debe darles una respuesta para acercar eficiencia individual y eficiencia colectiva. En este sentido, el gobierno de la empresa se define por:

«El diseño de las instituciones que inducen o fuerzan a los directivos para que en sus decisiones tengan presente el bienestar de todos los interesados (*stakeholders*)»

Interesado significa en este contexto toda persona o colectivo que no puede proteger adecuadamente sus intereses a través de los contratos y el ejercicio de las oportunidades de elegir, quedando por tanto a la «suerte» de quien tiene el poder de decisión. Bajo esta definición, la condición de interesado ya no puede establecerse de un modo absoluto sino que depende del grado en que estén presentes las restantes formas de protección. Por ejemplo no es lo mismo la condición

de interesados de los trabajadores europeos con un mercado de trabajo muy poco flexible que la de los trabajadores americanos donde los mercados de trabajo tienden a ser más eficientes. Países como Alemania han llegado a dar voz y voto a los trabajadores, posiblemente como resultado de una combinación entre inversiones específicas y un mercado externo de trabajo menos activo. En Japón las reglas de los mercados internos de trabajo han servido para proteger y fomentar inversiones específicas de los trabajadores. La responsabilidad social de la empresa, que extiende el colectivo de interesados a comunidades locales y sociedad en general a través de la protección del medio ambiente, también forma parte de esta perspectiva en la aproximación al gobierno corporativo. El artículo de José Miguel Rodríguez revisa con detenimiento el gobierno de la empresa desde la teoría de los interesados.

El calificativo de «subeconomía» que damos a la empresa en este epígrafe quiere resaltar que la empresa reproduce a una escala limitada los problemas de coordinación y motivación que concurren en el conjunto de la economía. La solución de estos problemas se le encarga al empresario/directivo con la expectativa de que los resolverá buscando el beneficio de todos como ocurre con el Estado benevolente. En principio hay una diferencia importante entre la empresa y toda la sociedad. En una empresa existe la oportunidad de salida que ofrece el mercado como salvaguarda de los intereses amenazados, mientras que al nivel de toda la sociedad la oportunidad de salida es casi impracticable (obliga a cambiar

de país o de marco legal). Pero cuando las inversiones son específicas y los contratos insuficientes, la situación de hecho es mucho más parecida.

El símil con lo que ocurre en el conjunto de la economía cuando analizamos el gobierno de la empresa, junto con el significado de la condición de interesado, nos debe recordar que las normas legales y las regulaciones que rigen el funcionamiento de las empresas y de los mercados serán el resultado del proceso político. El Derecho no es el último eslabón en la cadena de causalidad; este último lugar lo ocupa realmente el sistema político que legisla. Los interesados son conscientes de los cauces que se les abren para influir en el sistema económico a través de las leyes y es de esperar que tal influencia ocurra. Se dice, por ejemplo, que la regulación actual en muchos mercados de trabajo en Europa protege los intereses de los trabajadores que ya tienen un puesto de trabajo (y probablemente también a los directivos), pero en cambio hace muy dificultosa la entrada de los jóvenes a un puesto de trabajo estable. Cuando se plantean reformas en la ley de OPAs, por ejemplo, se desencadenan reacciones entre los afectados (incluidos equipos de dirección ya instalados) con el propósito de frenar el cambio en todo aquello que pueda disminuir su influencia y poder.

3. ESTUDIO EMPÍRICOS

Hasta los años ochenta la investigación económica sobre temas relacionados con el gobierno corporativo, inclui-

dos los determinantes empíricos de la estructura financiera de las empresas, se concentra sobre todo en Estados Unidos (y parcialmente en el Reino Unido). Obviamente, la investigación parte de las premisas teóricas que dan soporte intelectual al modelo dominante en aquel país y que se describe como un modelo donde predomina la separación o especialización entre quienes invierten sus ahorros comprando bonos y acciones, y quienes dirigen las empresas formulando y ejecutando sus estrategias. La influencia de los trabajos de Berle y Means se traslada a las investigaciones que tratan de comprobar si efectivamente los directivos consiguen imponer sus objetivos de crecimiento por encima de los de rentabilidad que interesan a los accionistas o, por el contrario, la amenaza de las OPAs y el cambio consiguiente en los equipos directivos que no obtienen una rentabilidad adecuada de las inversiones, es suficiente para salvaguardar los intereses de los accionistas⁶.

La teoría de la agencia ayuda a comprender que la información asimétrica y el conflicto de intereses entre inversores y directivos afecta a las posibilidades de producción de la empresa, de manera que los costes de agencia representan la distancia entre las posibilidades de producción que permite la tecnología y las que efectivamente se alcanzan dadas las restricciones informativas bajo las que contratan los agentes. En segundo lugar,

⁶ Autores representativos de esta corriente de pensamiento sobre la empresa gerencialista son Baumol, Williamson o Marris.

se reconoce que hay que encontrar un compromiso entre objetivos que buscan la eficiencia en las decisiones directivas, y objetivos de eficiencia en la asignación de riesgos. La estructura de propiedad de las empresas difiere sensiblemente entre unas y otras incluso dentro del mismo país (Estados Unidos), lo cual lleva a preguntarse por las razones de tales diferencias. La teoría de la agencia sugiere que la estructura de propiedad será endógena y que reflejará el *trade-off* entre beneficios y costes de más concentración⁷. A partir de esta constatación, las diferencias entre los resultados económicos de las empresas atribuibles a diferencias en las formas de propiedad y gobierno, solo pueden estudiarse correctamente si se controla simultáneamente por los factores que explican las diferencias en esas formas de propiedad⁸.

La investigación empírica comienza a mirar lo que ocurre en el gobierno corporativo de empresas radicadas en otros países, a partir de los años ochenta, cuando las empresas de Japón y Alemania dominan competitivamente muchos mercados internacionales y las empresas de Estados Unidos pierden posiciones. Una consecuencia de la reflexión que suscitan estos hechos en Estados Unidos, es la investigación académica alrededor de la «racionalidad» económica de los sistemas de retribución de los altos directivos. Desde la teoría de la agencia se sugiere que los incentivos de los directivos se alinearán con los de los accionistas

si la variación de la riqueza de aquellos está estrechamente unida a la variación de la riqueza de los accionistas. Algunos trabajos ponen de manifiesto que los contratos salariales de la alta dirección de las empresas americanas aseguran la riqueza de estos directivos al margen de lo que le ocurra a la riqueza de los accionistas⁹. Los trabajos de investigación sobre el tema son cada vez más numerosos, incluyendo estudios teóricos que demuestran que en entornos donde la incertidumbre es alta los contratos de incentivos que maximizan la riqueza de los accionistas son contratos con incentivos de baja intensidad y elevados costes de agencia¹⁰. Pero lo cierto es que desde principios de los años noventa la retribución variable condicionada a los resultados de las empresas, gana peso en el conjunto de la retribución de los altos directivos de las empresas americanas, sobre todo por la difusión de las opciones sobre acciones¹¹. Carles Gispert y Pedro Ortín presentan el estado de la cuestión sobre economía de las retribuciones de los directivos.

3.1. Comparaciones internacionales

El rasgo más significativo de la investigación empírica sobre gobierno corporativo, en sus diversas acepciones, durante los últimos diez años ha sido superar las

⁷ Demsetz y Lehn (1985) son los primeros en contrastar empíricamente estas hipótesis.

⁸ Véase Himmelberg y otros (1999).

⁹ El trabajo de Jensen y Murphy (1990) marca un punto de inflexión en estas investigaciones.

¹⁰ Ver por ejemplo Garen (1994).

¹¹ Murphy (1999) presenta un amplio panorama sobre las prácticas de retribución de directivos en los últimos años.

fronteras nacionales americanas y adquirir una verdadera proyección internacional. La política, las leyes y en definitiva las instituciones, varían sobre todo entre países y por tanto las teorías que incorporan a las instituciones (mecanismos diferentes a los precios que se forman en mercados competitivos) en el análisis del gobierno corporativo, solo pueden contrastarse con datos extraídos de países con suficiente diversidad institucional¹².

Una de las primeras comparaciones internacionales es la que distingue entre el modelo de gobierno surgido dentro de los sistemas financieros «orientados al mercado», como por ejemplo el de los países anglosajones, y el modelo que surge en los sistemas «orientados a los bancos», por ejemplo el de Alemania y Japón. En el primero la distancia entre los inversores y las empresas es relativamente grande y su relación transcurre de forma impersonal; en los segundos las relaciones son próximas y estrechas. Los criterios empíricos que sirven para distinguir un modelo de otro son el tamaño del sector bancario y del mercado bursátil, la medida en que la financiación externa de las empresas tiene su origen en los bancos o en el mercado, e incluso el grado de concentración accionarial de la propiedad¹³. Las implicaciones para el gobierno corporativo de un sistema financiero u otro se establecen aproximadamente en los siguientes términos: La proximidad en las relaciones entre las instituciones

financieras y las empresas mejorará los flujos de información entre directivos e inversores y con ello se facilitará la supervisión y el control de los equipos directivos. El trabajo de Alvaro Cuervo, Ana Isabel Fernández y Silvia Gómez se ocupa de la comparación entre modelos de gobierno corporativo.

Poco a poco la investigación académica pone en duda la robustez y el valor explicativo de la distinción entre «bancos» y «mercado». Por ejemplo Japón tiene un mercado de capitales tan desarrollado como el de Estados Unidos o el Reino Unido. Los bancos japoneses se implican más en la reestructuración de las empresas que los bancos alemanes, pero a veces cobrando un precio excesivo por ello¹⁴. En Estados Unidos y el Reino Unido la financiación de la inversión se hace sobre todo con beneficios retenidos, lo que pone en duda el papel del mercado de capitales para facilitar nuevos fondos a las empresas. Jorge Rosell y Antonio Muñoz aportan evidencias sobre las evoluciones de la inversión y financiación de las empresas españolas en los últimos años destacando la importancia de los recursos generados por las empresas en esa financiación. Estudios micro económicos ponen de manifiesto que la capacidad disciplinaria de los consejos de administración sobre los equipos directivos es muy similar entre países con distinto sistema financiero.

La investigación sobre sistemas financieros comparados tiene el objetivo

¹² Aunque los principales autores de estos trabajos tienen su puesto de trabajo en la mayoría de los casos en universidades de Estados Unidos.

¹³ Véase Eduards y Fisher (1994).

¹⁴ Weinstein y Yafeh (1998).

último de relacionar el desarrollo de los mercados financieros y el crecimiento económico de los países. La incorporación a los modelos empíricos de variables que miden la calidad de la información que distribuyen las empresas y en particular los estándares contables que rigen en unos países y otros, permite descubrir nuevas relaciones. Así, por ejemplo, se descubre que las industrias y sectores que son más dependientes de la captación de fondos externos (beneficios retenidos insuficientes para las necesidades de inversión) crecen más rápidamente en aquellos países con estándares contables de más calidad¹⁵. El resultado se explica con el argumento de que una información externa de calidad es imprescindible para el mercado de capitales impersonal y anónimo pueda funcionar. Industrias y sectores maduros y/o que crecen invirtiendo activos tangibles que pueden servir de garantía (*collateral*), encuentran fácilmente financiación a través de deuda bancaria. Los sectores de más crecimiento dependen de la acumulación de activos intangibles que no sirven de garantía por su bajo valor de realización (activos específicos), y que solo pueden financiarse con fondos que proporciona el mercado de capitales. El interés de estas investigaciones es claro, pero las medidas de calidad de los estándares contables son muy primitivas y han sido puestas en duda por los acontecimientos recientes en Estados Unidos, pues es un país que puntúa alto en estándares contables según el indicador utilizado en

los estudios comparados, pero en cambio las empresas no han tenido dificultad para engañar durante bastante tiempo a los inversores. El lector encontrará en el artículo de José Antonio Gonzalo una reflexión completa y actual sobre el papel de la información contable en el buen gobierno corporativo.

3.2. Concentración accionarial

El marco teórico de los contratos incompletos da impulso a una investigación empírica comparada sobre formas de propiedad y control en las grandes empresas. Incluso entre los países desarrollados la investigación da cuenta de las importantes diferencias en las estructuras de propiedad y grado de concentración accionarial en unos países y otros. En Europa Continental y en los nuevos países desarrollados del Este de Asia, la mayoría de las grandes empresas cotizadas cuentan con uno o varios accionistas significativos con poder para controlar la empresa. Familias o grupos familiares, así como otras empresas, son en general los titulares de los paquetes accionariales de control. Los cruces accionariales entre empresas, con participación frecuente de bancos aunque casi siempre como accionistas minoritarios, son muy frecuentes. Surge así el llamado «sistema interno» de gobierno corporativo. Rafael Crespi y Miguel Angel García Cestona analizan la evolución de la relación entre propiedad y control en Europa durante los últimos años, mientras Carmen Galve dedica su trabajo al estudio del gobierno corporativo en empresas de propiedad familiar.

¹⁵ Una excelente y completa revisión de esta literatura puede encontrarse en Bushman y Smith (2001).

En los países anglosajones, en cambio, predomina el llamado «sistema externo», caracterizado por un número relativamente pequeño de empresas con estructura accionarial concentrada y accionistas significativos. Apenas existen participaciones accionariales cruzadas entre empresas y los bancos no son titulares de acciones. En Estados Unidos y el Reino Unido la propiedad está dispersa y la titularidad de las acciones se reparte entre fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos de inversión e inversores particulares¹⁶.

Cuando la propiedad está concentrada los propietarios de la empresa tienen incentivos para involucrarse activamente en la gestión, lo cual hace converger en unas mismas personas la propiedad y la gestión eliminándose los problemas de agencia. Pero al mismo tiempo surge un nuevo problema, esta vez entre accionistas significativos y los accionistas minoritarios: El grupo de control puede capturar rentas y beneficios por ocupar el lugar de privilegio en la gestión de la empresa, en detrimento de los dividendos, única contrapartida a la que pueden acceder los minoritarios. Los accionistas de control obtienen rentas a costa del resto de accionistas.

Las diferencias en la estructura de propiedad de las grandes empresas entre países, incluso con niveles de desarrollo similar, tendrá que ver con razones económicas relativas a especialización sectorial, innovación tecnológica, tipo de

recursos, diferentes entre todos ellos. Recuérdense lo dicho anteriormente sobre el carácter endógeno, resultado de un equilibrio entre beneficios y costes, de la concentración accionarial. Pero la investigación internacional comparada ha dado un paso más relacionando las formas de propiedad dominantes con el sistema legal que está en vigor en cada país¹⁷. Los sistemas legales acostumbran a clasificarse en cuatro según sus orígenes, Anglosajón, Francés, Alemán y Escandinavo. Cada uno de ellos ofrece un nivel de protección distinto a los inversores externos, más alto en el Anglosajón (sobre todo para los titulares de acciones) y más bajo en el Francés.

Cuando el sistema legal ofrece poca protección a los inversores externos, estos se retraerán de comprar acciones de empresas donde no tienen posibilidad de controlar el uso que va a hacerse de los fondos entregados. Sólo serán accionistas quienes tengan recursos suficientes para adquirir posiciones dominantes de control y desde ellas proteger directa y personalmente los intereses que arriesgan con la inversión. El sistema legal, en cuanto determina más o menos protección y por tanto confianza entre los inversores, acaba siendo determinante para que el sistema financiero se desarrolle de manera que un número alto de pequeños inversores acepte suscribir títulos financieros que ofrecen rentas inciertas, asumiendo la condición de inversores pasivos.

¹⁶ La distinción entre sistema interno y externo se debe a Franks y Mayer (1995).

¹⁷ Sobre todo con las investigaciones de La Porta, López de Sinales, Shleifer y Vishny (1997, 1998, 1999 y 2000).

Estudios empíricos sucesivos han permitido constatar las diferencias entre sistemas legales en el mundo, la capacidad de los mismos para explicar diferencias en las estructuras de propiedad dominantes entre países, y explicar diferencias en el nivel de desarrollo de los respectivos sistemas financieros. Sin embargo también han suscitado críticas, tanto metodológicas como sustantivas.

Así por ejemplo, países como el Reino Unido y Estados Unidos que pertenecen al mismo sistema legal tienen un Derecho Concursal y unas leyes de quiebra muy diferentes. En el primero de ellos se protege sobre todo a los acreedores, al igual que en Suecia que sin embargo se clasifica en un sistema legal diferente. Estados Unidos, como Francia, tienen un derecho de quiebra que protege más al empresario que a los acreedores. Por otra parte, los blindajes de los equipos directivos y consejos de administración es mucho más habitual en las empresas de los Estados Unidos que en las del Reino Unido. Por lo tanto la clasificación de sistemas legales al uso no es lo suficientemente rica como para capturar fielmente la diversidad de leyes mercantiles y financieras que regulan la actividad económica en los diferentes países.

Segundo, el sistema legal no es independiente del proceso político y de la capacidad de los diferentes grupos de interés en la sociedad para proteger sus intereses. La causa última del grado de protección de los inversores es difícil de determinar, así como los mecanismos que influyen en la capacidad de adaptación de los sistemas legales a las necesidades cambiantes a lo largo del tiempo.

4. CONCLUSIÓN E IMPLICACIONES

La investigación económica sobre el gobierno de la empresa, tanto teórica como empírica, ha estado marcada por los siguientes rasgos:

- i) Reconocimiento del insuficiente papel del mercado y los precios para guiar las decisiones de inversión y financiación en las economías desarrolladas.
- ii) Estudio dentro del gobierno corporativo, de las instituciones que complementan a los mercados en su función de asignación de recursos, incluyendo dentro de ellas a los bancos, a la concentración de la propiedad (inversores activos), a la composición y funcionamiento de los consejos de administración.
- iii) Ampliación del espectro de interesados (*stakeholders*) en el dominio de las empresas, más allá de los accionistas, lo cual establece intersecciones entre el gobierno de las empresas y el proceso político donde grupos de interés tratan de conseguir regulaciones favorables a sus objetivos.
- iv) Progresiva internacionalización de la investigación empírica con el fin de poder disponer de suficiente diversidad institucional para contrastar las predicciones teóricas.
- v) Se aportan evidencias relativamente robustas de que existe asociación estadística entre características del gobierno corporativo dominante en un país (por ejemplo concentración accionarial de las grandes empresas) y el grado en

que el sistema legal dominante en el mismo protege los derechos de los pequeños inversores.

- vi) El objetivo último de la investigación económica es indagar acerca de los factores políticos y sociales que pueden influir en el desarrollo de un sistema financiero eficaz en canalizar fondos desde el ahorro a la inversión empresarial, atendiendo la diversidad de demandas que provienen del sector productivo (según el ritmo de innovación de las empresas, el carácter tangible o intangible de las inversiones).

El estado actual del conocimiento plantea sin embargo dudas y limitaciones. En este sentido, faltan modelos teóricos rigurosos que estudien el gobierno corporativo desde la perspectiva de la orientación a los interesados y la presencia de efectos externos derivados de la maximización de la riqueza de los accionistas. Al ampliar la lista de objetivos e intereses que deben tener en cuenta los directivos de las empresas cuando toman sus decisiones, se pierde eficacia en la valoración de su desempeño, con respecto a la situación donde solo hay un objetivo, la riqueza de los accionistas por ejemplo. No sabemos cuál es el sistema de retribución más adecuado a la nueva situación ni siquiera si existirá alguno suficientemente efectivo. La alternativa puede ser la regulación pública dirigida a corregir los efectos externos no deseados del modelo de empresa orientada a los accionistas, pero también hay argumentos para defender que sean los propios interesados los que traten de llegar a acuerdos a través de contratos privados.

Considérese por ejemplo el mercado de bloques accionariales de control y la regulación de las OPAs. Existen presiones e iniciativas políticas para modificar la ley de OPAs en España con el fin de que cualquier cambio en el grupo de control obligue al grupo comprador a lanzar una OPA a la que puedan acudir los accionistas minoritarios. Se pretende con ello aumentar la protección de los pequeños accionistas, pero es obvio que las transferencias de control se reducirán con la nueva regulación (pues serán más costosas). Además, si el accionista minoritario ya ha descontado del precio de la acción el valor equivalente de las rentas que proporciona el control a los que lo ostentan, entonces el pago de primas de control en las transacciones de bloques de control no perjudica a los minoritarios que no participan de las mismas. De igual modo, si el mercado penaliza con un menor precio de las acciones la implantación de medidas de blindaje anti OPA y/o el que un consejo de administración esté dominado por internos, ¿se puede llegar a la misma recomendación de que sean las empresas quienes decidan libremente sobre blindarse o no blindarse o sobre cómo regular su consejo de administración?

Parece obvio que la regulación, si se pone en marcha, debe contemplar como un objetivo claro facilitar el funcionamiento de la auto regulación y el mercado. En este sentido lo que debe procurar es que las rentas de control sean en principio las estrictamente necesarias y sobre todo que puedan ser calculadas lo más fácilmente posible por los inversores minoritarios para descontarlas del precio cuando

compran las acciones. Por lo tanto la regulación procurará que las empresas sean transparentes en cuanto a las transacciones entre ellas y los accionistas de control. Algo parecido ocurre con los códigos de buen gobierno. Su difusión y apoyo desde los órganos reguladores ayudará a los inversores a conocer mejor cuáles son las «buenas prácticas» en el gobierno empresarial y el conocimiento facilitará la aplicación de premios y castigos en términos de precio a pagar por las acciones. Pero además de facilitar el funcionamiento del mercado y la contratación privada, la regulación debe estar atenta a los efectos externos que todavía existen. Los casos de Enron y similares no solo han llevado a pérdidas importantes para sus accionistas, poniéndose de manifiesto la ineficacia de estos para despedir a equipos directivos aprovechados, sino que ha provocado una desconfianza general en el sistema de protección de los inversores y con él a todo un modelo de sistema financiero hasta hace poco considerado por todos el mejor del mundo.

Los directivos y/o accionistas de control que cometen abusos y expropian rentas de inversores minoritarios, con o sin las complicidades de los anillos de seguridad, auditores, bancos de inversión,...., provocan externalidades porque si se descubren y se hacen públicos minan la confianza en el sistema financiero en su conjunto. La regulación tendrá que preocuparse de crear salvaguardas para proteger al sistema y evitar efectos perniciosos para el conjunto de la sociedad. La regulación con normas de obligado cumplimiento es necesaria y debe ayudar a

un mejor funcionamiento de la contratación privada, al mismo tiempo que vela por los intereses generales al reducir los efectos externos de las decisiones individuales. Lo difícil es encontrar el equilibrio entre las dos, de manera que no se imponga excesiva uniformidad en entornos dinámicos y con necesidades muy diferentes entre unas empresas y otras.

Los Informes Winter y Aldama, elaborados por encargo de la Comisión Europea y del Gobierno Español, respectivamente, establecen algunas recomendaciones generales sobre dónde situar el punto de equilibrio. Los dos se inclinan por dar mayor margen de maniobra a la autorregulación de las empresas, evitando la proliferación de normas legales. Para que la autorregulación sea efectiva en lograr resultados socialmente deseables es preciso reducir los costes de obtener información sobre las empresas, sus decisiones y sus resultados, y tener un mercado de capitales eficiente para procesar esa información. Los dos Informes hacen recomendaciones para aumentar la transparencia informativa de las empresas y para reducir los costes de ejercer los derechos políticos por parte de los accionistas particulares, aprovechando las nuevas tecnologías de la información, pero son parcos en argumentos que convencen a los inversores sobre la eficiencia de los mercados.

La segunda observación se refiere a cómo se integran las variables institucionales en la investigación económica que se ocupa de relacionar el desarrollo de los sistemas financieros y el crecimiento económico. La tipología de sistemas legales según su origen está ampliamente

cuestionada porque es excesivamente simple. Algo similar ocurre con la variable calidad de las normas contables, resumida en un índice de cero hasta cien. Para que las asociaciones estadísticas entre las variables que pone de manifiesto la investigación empírica puedan interpretarse en relaciones de causa efecto y a partir de ahí traducirse en prescripciones de políticas públicas, es necesario enriquecer la forma de medir la diversidad institucional y la dinámica en la evolución de las instituciones en el tiempo.

La información contable merece un comentario particular. Las empresas con pobres resultados económicos tendrán interés en distorsionar las cuentas que presentan tratando de esconder la situación real y evitar posibles acciones de represalia por los inversores (destituir a la dirección por ejemplo). Si el engaño se descubre y se siembran dudas sobre la calidad de la información que se difunde, la desconfianza de los inversores se generalizará y la crisis de una o varias empresas puede crear una sensación de inseguridad generalizada entre los inversores, afectando de nuevo al conjunto del sistema. Estamos ante un ejemplo más de efecto externo en las decisiones individuales, que justifica la vigilancia adicional, por parte los órganos reguladores, del cumplimiento correcto de los estándares establecidos, por los agentes individuales. De modo especial si las instituciones de ámbito privado que han de velar por la credibilidad de la información que se difunde son susceptibles de soborno y encubren, en lugar de delatar a los infractores.

Pero también es cierto que no existe una coincidencia general entre expertos

contables y economistas acerca de cual es la forma de calcular el «verdadero» beneficio de una empresa. Es decir, es posible establecer un estándar por imperativo legal sobre como presentar las cuentas, pero no se asegura que el estándar sea reconocido como superior a otros de forma unánime. Además, los principios contables defienden la prudencia y la objetividad como atributos a preservar, mientras que la estricta aplicación de los mismos, por ejemplo valorar activos a precios de adquisición, puede llevar a un desfase importante entre el beneficio contable y el beneficio que refleja la verdadera variación en la riqueza de los accionistas. Iniciativas como sustituir el precio histórico por el «valor razonable» de los activos, para la elaboración de los estados financieros, introducen realismo pero a costa de mayor subjetividad y mayor volatilidad en los beneficios publicados. Todo esto significa que la regulación de estándares contables debe dejar cierto margen para la innovación y para la competencia entre estándares alternativos, de manera que vayamos aprendiendo sobre nuevas formas de abordar cuestiones que hoy son todavía muy complejas. En otras palabras, una cosa es obligar a las empresas a que cumplan con los estándares establecidos cuando presentan sus cuentas anuales, y otra distinta encontrar estándares que inequívocamente proporcionen una imagen fiel de la realidad de las empresas.

Por último, a pesar de que la visión de la empresa como subeconomía, y en cierto modo los contratos incompletos, sugiere una mayor diversidad en las formas de

distribuir la propiedad (derechos residuales de decisión) entre los interesados que concurren en la empresa, lo cierto es que la modelización teórica y la investigación empírica sigue dominada por el modelo de empresa donde la propiedad recae en los accionistas que aportan capital en forma de recursos propios. El debate macroeconómico sobre gobierno de las empresas, sistema financiero, marco legal y político, se enriquecería con el estudio de formas más singulares de propiedad y control, como por ejemplo mutuas y cooperativas, cogestión entre trabajadores y accionistas, organizaciones sin ánimo de lucro. Compartir la propiedad entre diversos colectivos de interesados (que nombran a sus representantes en los órganos de gobierno) introduce costes y disfunciones. Por ejemplo es casi imposible evitar que algunos actúen de polizón en sus funciones de vigilancia y control. Por otra parte la toma de decisiones en un modelo de poder compartido es más lenta y costosa que cuando el control es único. Pero

puede también acarrear ventajas, sobre todo cuando los efectos externos son importantes y es más fácil que se tengan en cuenta si el proceso de decisión obliga a compartir el poder que si el poder se concentra en un grupo concreto. Cuando quien decide tiene mucha más información que quien se va a ver afectado por esas decisiones y la información no se puede compartir de forma creíble, una forma de inducir confianza y conseguir que las transacciones culminen, es precisamente renunciar a una parte del poder efectivo de decisión que se posee inicialmente. Este principio es uno de los fundamentos de las organizaciones in ánimo de lucro (se renuncia al derecho a los beneficios por parte de quien ostenta el derecho residual de decisión y de esta manera se hace más creíble la promesa de que no se abusará de las ventajas de la superior información), que puede ser útil en otros ámbitos, y bajo otras manifestaciones, de la actividad económica y empresarial.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BUSHMAN, R., A. SMITH (2001), «Financial Accounting Information and Corporate Governance», *Journal of Accounting and Economics*, 32, pp. 237-333.
- DEMSETZ, H., K. LEHN (1985), «The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences», *Journal of Political Economy*, 93, pp. 1155-1177.
- EDWARDS, J., K. FISCHER (1994), *Banks, Finance and Investment in Germany*, Cambridge, Cambridge University Press.
- FRANKS, O., C. MAYER (1995), «Ownership and Control», en H. Siebert (ed.), *Trends in Business Organisation*, Tübingen, Mohr Siebeck.
- GAREN, J. (1994), «Executive Compensation and Principal-Agent Theory», *Journal of Political Economy*, 102, pp. 745,765.
- HIMMELBERG, C., R. HUBBARD, D. PALIA (1999), «Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance», *Journal of Financial Economics*, 53, pp. 353-384.
- JENSEN, M., K. MURPHY (1990), «Performance Pay and top Management Incentives», *Journal of Political Economy*, 98, pp. 225-264.
- LA PORTA, R., F. LÓPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER, R. VISHNY (1997), «Legal Determinants of External Finance», *Journal of Finance*, 52, 3, pp. 1131-50.
- LA PORTA, R., F. LÓPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER, R. VISHNY (1998), «Law and Finance», *Journal of Political Economy*, 106, 6, pp. 1113-55.
- LA PORTA, R., F. LÓPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER, R. VISHNY (1999), «Corporate Ownership Around the World», *Journal of Finance*, 54, 2, pp. 471-517.
- LA PORTA, R., F. LÓPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER, R. VISHNY (2000), «Investor Protection and Corporate Governance», *Journal of Financial Economics*, 58 (1/2), pp. 3-29.
- MAYER, C. (1988), «New Issues in Corporate Finance», *European Economic Review*, 32, pp. 1167-88.
- MODIGLIANI, F., M. MILLER (1958), «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, 48, pp. 261-97.
- MODIGLIANI, F., M. MILLER (1963), «Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction», *American Economic Review*, 53, pp. 433-92.
- MURPHY, K. (1999), «Executive Compensation», en A. Orley y C. David (eds.), *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, Amsterdam, North Holland.
- SHLEIFER, A., R. VISHNY (1997), «A Survey of Corporate Governance», *Journal of Finance*, 52, 2, pp. 737-783.
- TIROLE, J. (2001), «Corporate Governance», *Econometrica*, 69, pp. 1-35.
- WEINSTEIN, D., Y. Yafeh (1998), «On the Cost of a Bank Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan», *Journal of Finance*, 53, pp. 635-672.
- ZINGALES, L. (1998), «Corporate Governance», en P. Newman (edr.) *The New Palgrave Dictionary of Economics and Law*, Mcmillan, Londres, pp. 497-503