

Revista de  
Responsabilidad  
Social de la Empresa

Mayo - Agosto 2010 **vol. 2** nº 2

Gobierno Corporativo y RSE



**Fundación Luis Vives**

La Revista de Responsabilidad Social de la Empresa es una publicación académica con vocación científica, que nace en el año 2009, para el análisis de los temas que afectan a la Responsabilidad Social, fomentando la interacción entre investigación-acción, mundo académico y empresarial.

La Revista se dirige a todas las instituciones, empresas, mundo académico y universitario, a los representantes políticos, a los profesionales que trabajan en el ámbito de la responsabilidad social de la empresa (RSE) y a todas las personas interesadas en ella.

La Revista de Responsabilidad Social de la Empresa ha sido incluida en el catálogo del sistema de información LATINDEX y en el ISOC del CSIC.

Versión accesible para personas con discapacidad en:  
[www.fundacionluisvives.org](http://www.fundacionluisvives.org)

Todos los derechos reservados. Prohibida la reproducción total o parcial de esta revista, por ningún procedimiento electrónico o mecánico sin el permiso por escrito del editor.

Impreso en España- Printed in Spain

Dirección de Arte y Producción:

Aula Documental de Investigación

ISSN: 1888-9638

D.L.: RSE: GU-272/2008

Fundación Luis Vives

Pza. de Oriente, nº7. Bajo, izqda.

28013 Madrid

Tfno.: 91 540 08 78

[revistarse@fundacionluisvives.org](mailto:revistarse@fundacionluisvives.org)

**PRECIO DE VENTA**

Suscripción anual: 30 euros

Números sueltos: 12 euros



**Fundación Luis Vives**

---

# CONSEJO EDITORIAL

## Director

Juan José Durán Herrera, Catedrático en la **Universidad Autónoma de Madrid (UAM)**.

## Secretaría Técnica

Beatriz Revilla Gutiérrez, Área de Comunicación, **Fundación Luis Vives**.

## Miembros del Consejo Editorial

Juan José Almagro García, Director General de Comunicación y Responsabilidad de **Mapfre**.

Óscar Alzaga Villaamil, Presidente del patronato de la **Fundación Luis Vives** y Catedrático de Derecho Constitucional.

Alberto Andreu Pinillos, Director de Reputación Corporativa, Identidad y Medio Ambiente de **Telefónica**.

Antoni Ballabriga, Director de Responsabilidad y Reputación Corporativas del **BBVA**.

Fernando Becker Zuazua, Catedrático de Economía Aplicada de la **Universidad Rey Juan Carlos** y Director de Recursos Corporativos de **Iberdrola**.

Enrique Bigné Alcañiz, Catedrático de Comercialización e Investigación de Mercados de la **Universidad de Valencia**.

María Eugenia de Barnola, Subdirectora de la **Fundación Repsol**.

Joaquín De Ena Squella, Director de Responsabilidad Social Corporativa y Relaciones Institucionales del **Banco Santander**

Marta De la Cuesta González, Profesora titular de Economía Aplicada de la **UNED** y miembro del **Consejo Estatal de RSE**.

Isabel De la Torre Prados, Catedrática de Sociología de la **Universidad Autónoma de Madrid (UAM)**.

Ana Isabel Fernández Álvarez, Catedrática de Economía Financiera y Contabilidad de la **Universidad de Oviedo**.

Manuel Gala Muñoz, Catedrático de la **Universidad de Alcalá** y Presidente del **Centro Internacional de Formación Financiera**.

Juan Carlos González Hernández, Catedrático de Ciencia Política y de la Administración y Director de la Cátedra de Responsabilidad Social Corporativa de la **Universidad de Alcalá**.

Silvia Gutiérrez, Directora de la **Fundación Wellington**.

Juan Iranzo Martín, Catedrático de Economía Aplicada de la **UNED** y Director del **Instituto de Estudios Económicos (IEE)**.

Josep María Lozano, Profesor titular de **ESADE**.

Salvador Montejo Velilla, Secretario General y del Consejo de Administración de **Endesa**.

---

Miguel Ángel Prieto, Director de Responsabilidad Social Corporativa del **Banco Popular**.  
Esther Quevedo Puente, Profesora Titular de Organización de Empresas, **Universidad de Burgos**.  
Alicia Real Pérez, Profesora Titular de Derecho Civil, **Universidad Complutense de Madrid**.  
Vicente Salas Fumás, Catedrático de Organización de Empresas de la **Universidad de Zaragoza** y Consejero del **Banco de España**.  
Josefa Torres Martínez, Directora Gerente de la **Fundación Luis Vives**.  
Justo Villafañe Gallego, Catedrático de Comunicación Audiovisual y Publicidad de la **Universidad Complutense de Madrid** y socio director de **Villafañe & Asociados**.

### Miembros del Consejo Asesor

Juan Alfaro, Secretario General del **Club de Excelencia en Sostenibilidad**.  
Valentín Alfaya, Director de Calidad, Prevención y Medio Ambiente de **Ferrovial**.  
Marta Aréizaga, Directora de Responsabilidad Social de Grupo **Eroski**.  
Carlos Balado, Responsable de Responsabilidad Social Corporativa de la **Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA)**.  
Gonzalo Baretino Coloma, Director de Cumplimiento normativo, Responsabilidad Social Corporativa y Gobierno Corporativo del **Banco Sabadell**.  
Igone Bartumeu, Responsable de Responsabilidad Social Corporativa de **Unilever**.  
Ana Bolado, Sudirectora General del **Banco de Santander**.  
Antonio Calvo, Director de Responsabilidad Corporativa y Relaciones Internacionales (RRII) de **Red Eléctrica**.  
Carlos de la Iglesia, Director de Desarrollo Corporativo de **Microsoft**.  
Joan Fontrodona, Director del Departamento de Ética Empresarial del **IESE Business School**.  
Juan Pedro Galiano, Jefe del Departamento de Responsabilidad Social y Reputación de **ADIF**.  
Miguel García Lamigueiro, Director de Comunicación y Responsabilidad Empresarial de **DKV**.  
Joaquín Garralda Ruiz de Velasco, Vicedecano de Ordenación Académica del **Instituto de Empresa (IE) Business School de Madrid**.  
Javier López- Galiacho, Director Responsabilidad Social Corporativa de **FCC**.  
Antonio Mayor, Director de Comunicación de **ONCE**.  
Aldo Olcese, Presidente de la Sección de Ciencias Empresariales y Financieras de la **Real Academia de Ciencias Empresariales y Financieras (RACEF)**.  
Sara Pons, Directora de Responsabilidad Social de **MRW**.  
Isabel Roser Hernández, Responsable del Programa de RSE de la **Fundación Carolina**.  
Isaac Ruiz, Director de Responsabilidad Social de la Empresa de **Gamesa**.  
Manuel Soriano, Director de Medio Ambiente de **Holcim**.  
Ester Uriol, Departamento de Comunicación y Relaciones Externas de **El Corte Inglés**.

---

# ÍNDICE

<b>Editorial</b> .....	7
------------------------	---

## **Artículos**

Un paseo por el concepto de gobierno corporativo. <i>Pablo de Andrés Alonso y Marcos Santamaría Mariscal.</i> .....	15
Sobre la transparencia del rendimiento empresarial en un entorno macroeconómico volátil. <i>Lars Oxelheim.</i> .....	35
El nuevo modelo de informe anual de gobierno corporativo español: implicaciones prácticas. <i>Luis Ferruz, Isabel Marco Sanjuán y Isabel Acero Fraile.</i> .....	55
La influencia de la independencia del consejo de administración en la comunicación de información medioambiental. <i>Natalia Ortiz de Mandojana y Vera Ferrón Vilchez.</i> .....	83
Sistemas de gobierno corporativo en las empresas propiedad de los trabajadores. <i>Alfonso Carlos Morales Gutiérrez y J. Antonio Ariza Montes.</i> .....	105
Estructura de propiedad y gobierno corporativo en las empresas asiáticas tras la crisis financiera de 1997. <i>Ari Warokka.</i> .....	141

## **Colaboraciones, documentos, buenas prácticas y casos**

Buena práctica/caso: La gestión sostenible del agua en la empresa: el caso de los Hoteles NH. <i>María José García López.</i> .....	183
Herramientas: Reflexiones en torno al Dow Jones Sustainability Index <i>Nuria Bajo Davó.</i> .....	193

---

---

## **Puntos de vista**

¿Cómo formulamos la misión y visión de la empresa para que sea compatible con la RSE y el buen gobierno?

*Juan Felipe Puerta Gutiérrez, Dirección de Comunicación, Responsabilidad Social y Reputación Corporativas de IBERDROLA, S.A.* ..... 205

*Ana Bolado, Directora de Estrategia y Desarrollo de Negocio División Banca Comercial del Banco Santander* ..... 209

*Joaquín Garralda, Decano de Ordenación Académica, IE Business School* ..... 211

*José Miguel Rodríguez, Profesor Titular de Economía Financiera y Contabilidad, Universidad de Valladolid* ..... 215

## **Reseñas**

*Jordi Canals, En busca del equilibrio. Consejos de administración y alta dirección en el gobierno de la empresa, Pearson Educación, Madrid, 2008. Joan Fontrodona.* ..... 223

*Blas Calzada, El buen gobierno en España: un análisis crítico, Instituto de Estudios Económicos, Madrid, 2006. Gregorio Izquierdo Llanes y María Luisa Recio Rapún.* ..... 229

**Normas de Publicación** ..... 235

# E

**Editorial**







# Editorial

Este número monográfico sobre **Gobierno Corporativo**, el número dos del volumen dos, comienza con las reflexiones derivadas de un “paseo” por el concepto dado por los profesores Pablo de Andrés Alonso (Universidad de Valladolid) y Marcos Santamaría Mariscal (Universidad de Burgos). El concepto de gobierno corporativo ha venido transitando en las últimas décadas a través de la adopción de determinados modelos que sustentaban distintas aproximaciones al tema. Así, se pueden mencionar los modelos financiero, jurídico-financiero y pluricontractual cuyos cometidos se pueden sintetizar en la corrección, eliminación o neutralización de comportamientos oportunistas y de conflictos de agencia entre stakeholders (principalmente entre accionistas-directivos y con accionistas minoritarios). Sin embargo, el gobierno corporativo no se limita a jugar un papel disciplinario. Otros modelos, que pueden ser vistos como complementarios de los anteriores, son los basados en teorías cognitivas de la empresa (behaviorista y evolucionista), que contemplan el aprendizaje organizacional y la función directiva y de percepción de nuevas oportunidades de desarrollo y expansión de la empresa. Podríamos decir que el norte de estos modelos está en la interpretación por “stock de conocimientos de la empresa” de la información captada y generada. Un aspecto relevante del gobierno de la empresa es la resolución de los conflictos cognitivos, que puede ser relevante en la definición de estrategias y en la adopción de decisiones. Como indican los autores “la configuración de un consejo de administración efectivo puede alejarse de características tradicionales como el tamaño o la independencia y acercarse más a la introducción de factores como la diversidad de conocimientos de los consejeros o el carácter proactivo de los mismos”.

El trabajo del Profesor Oxelheim (Universidad de Lund y Research Institute of Industrial Economics de Estocolmo) evidencia la relevancia de la interacción entre entorno macroeconómico y las empresas por su influencia en el coste

de capital y por tanto en la inversión y el crecimiento económico. Dentro de su línea de investigación estudia la transparencia de las empresas a la hora de comunicar sus consideraciones sobre los efectos del entorno en su sostenibilidad (y desempeño) y analiza desde la óptica del gobierno corporativo la escasa incidencia en las grandes empresas europeas de la Norma de enero de 2005 de la UE sobre transparencia, aunque reconociendo que todavía ha transcurrido un escaso periodo de tiempo. Asimismo, se identifican factores de demanda que presionan a que las empresas proporcionen la información adecuada ("óptima") a los accionistas externos y otros grupos interesados.

Con el título "El nuevo modelo de informe anual de gobierno corporativo español: implicaciones prácticas", los profesores Luis Ferruz Agudo, Isabel Marco Sanjuán e Isabel Acero Fraile (Universidad de Zaragoza) analizan las similitudes y diferencias entre la Circular de 2007 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), que propone un nuevo modelo de informe anual, y la que modifica, que ha estado en vigor desde el año 2004. En el estudio subyace la idea de la necesidad de reducir o minimizar el conflicto de intereses entre accionistas y directivos.

Los estudios sobre Gobierno Corporativo de las empresas se han venido realizando en el marco de la Teoría de la Agencia teniendo por tanto presente la rentabilidad financiera de los accionistas y la estructura de estos (mayoritarios, minoritarios, institucionales). Sin embargo, se vienen desarrollando nuevas líneas de trabajo que incorporan determinadas implicaciones sociales de las decisiones del Consejo de Administración y de los directivos. De esta manera se investiga sobre la relación entre empresas que asumen responsabilidades más amplias y el diseño de gobierno corporativo que las rige. En este sentido hay que situar el artículo de Natalia Ortiz de Mandojana y de Vera Ferrón Vilchez, de la Universidad de Granada, que nos señalan que empresas con consejos más independientes presentan una mayor disposición a la comunicación de información medioambiental. En cambio la separación entre presidente del consejo y director general empíricamente no sustenta la conclusión anterior. El análisis empírico se basa en una muestra de 83 empresas españolas que informan a través de un cuestionario (CDP) sobre cambio climático, aspectos relativos a la gestión de riesgos y oportunidades, registro de emisiones de gases de efecto invernadero, estrategias seguidas sobre estos extremos e implicación del gobierno corporativo. En suma, "un adecuado diseño de los órganos de gobierno corporativo mejora la comunicación entre la empresa y sus grupos de interés y, por tanto, favorece la comunicación de prácticas medioambientales".

Morales Gutiérrez y Ariza Montes, ambos de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales ETEA de la Universidad de Córdoba, ofrecen un artículo que podría también calificarse de un paseo sobre (a través de) los “sistemas de gobierno corporativo en las empresas propiedad de los trabajadores”. Se abordan los modelos de gobierno de esta clase de empresas, previa identificación singular de sus stakeholders, aspectos de gestión y de incentivos. Este trabajo contribuye a situar el “qué sabemos” sobre la función de gobierno de las empresas propiedad de los trabajadores. Constituye un punto de partida para futuras investigaciones sobre el particular.

El apartado de artículos científicos finaliza con el artículo del Profesor Ari Warokka, de la University Utara Malaysia, que analiza empíricamente, una vez realizada una amplia revisión de la literatura, la relación entre la estructura de capital y el desempeño de las empresas de determinados países del Este Asiático. El trabajo se basa en una muestra de 532 empresas de los siete países más afectados por la crisis de 1996-97. El periodo de análisis se refiere al de inicio de la recuperación económica (2000-01). Los resultados alcanzados muestran una relación directa y positiva entre grado de apalancamiento y relevancia de los accionistas externos. La forma y perfil de esta relación viene condicionada por el nivel de propiedad directiva o gerencial y el desempeño de las empresas. En este contexto se destaca el efecto de la propiedad de los directivos en el gobierno de la empresa.

En el apartado **Colaboraciones, Herramientas y Casos** la profesora García López de la Universidad Rey Juan Carlos analiza, en el contexto del **Plan Estratégico Medioambiental de los Hoteles NH**, el correspondiente plan de sostenibilidad y reducción de consumo de agua. El grado de desarrollo de este plan concreto se evalúa periódicamente observando los resultados alcanzados y su fundamentación. Dentro del plan se destaca el denominado eco-diseño para mejorar el consumo de agua a nivel de habitación y de cada unidad hotelera. Este trabajo nos explica una interesante realidad concreta de una importante empresa española.

Publicamos también unas reflexiones sobre el Índice “**Dow Jones Sustainability Index**” (DJSI), firmadas por la profesora Nuria Bajo, de la Universidad Autónoma de Madrid, que son portadoras de una singularidad que hay que subrayar: además de proporcionarnos una buena síntesis, a modo de presentación del contenido del propio índice, nos ofrece una entrevista en profundidad con el Director General de Índices de SAM ( Sustainable Asset Management Group), plataforma líder en desarrollo y distribución de productos de inversión

sostenibles. Este índice incluye a aquellas empresas que se encuentran dentro del 10% superior en términos de prácticas sostenibles y medioambientales, elegidas de las más de 2.500 empresas que conforman el índice bursátil Dow Jones Global Index. En dicha entrevista se pone de manifiesto la necesidad de realizar “un esfuerzo educacional para unificar conceptos y difundirlos de manera clara”, así como la diferente perspectiva que tiene la RSE para la empresa según su tamaño: inversión para la gran empresa y coste para las pymes. También se indica la relación positiva que cabe esperar se produzca entre sostenibilidad y performance y el desconocimiento que se observa por parte de algunos profesionales del sector financiero sobre productos socialmente responsables, lo que les puede producir una pérdida de clientes. Resulta además curioso el hecho de que alguna empresa proporciona una retribución variable ligada a conseguir la inclusión de la empresa en el índice DJSI.

En la sección de **Puntos de vista** se incluyen las respuestas a la pregunta: **“¿cómo formulamos la misión y visión de la empresa para que sean compatibles con la RSE y el buen gobierno?”** Formulada a dos directivos y dos profesores: Juan Felipe Puerta, Dirección de Comunicación, Responsabilidad Social y Reputación Corporativas de Iberdrola; Ana Bolado, Directora de Estrategia y Desarrollo de Negocio División Banca Comercial; Joaquín Garralda, Decano de Ordenación Académica de IE Business School y José Miguel Rodríguez, Profesor Titular de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Valladolid.

En este número se incluyen **dos reseñaciones de los siguientes libros:**

- Jordi Canals, *En busca del equilibrio. Consejos de administración y alta dirección en el gobierno de la empresa*. Pearson Educación, Madrid, 2008, elaborada por Joan Fontrodona.
- Blas Calzada, *El buen gobierno en España: un análisis crítico*. Instituto de Estudios Económicos, Madrid, 2006, elaborada por María Luisa Recio y Gregorio Izquierdo.

# A

## Artículos





# U Un paseo por el concepto de gobierno corporativo

**Pablo de Andrés Alonso,**

*Pablo de Andrés Alonso es Profesor de Finanzas en la Universidad de Valladolid. Sus intereses de investigación están entre el gobierno corporativo y las opciones reales. En 2009 ha sido Visiting Researcher en la Universidad de Harvard. Actualmente es Editor ejecutivo de la Revista Española de Financiación y Contabilidad pandres@eco.uva.es*

**Marcos Santamaría Mariscal,**

*Marcos Santamaría Mariscal es Profesor de Finanzas en la Universidad de Burgos. Sus líneas de investigación se articulan en torno al gobierno corporativo y al enfoque Law & Finance con especial énfasis en el sector bancario msanta@ubu.es*

*“Pero en cuanto al modo en que el príncipe puede conocer la valía de un ministro, hay un método que nunca falla: cuando veas que el ministro piensa más en sí mismo que en ti, y que en todos los asuntos busca su propio provecho, piensa que una persona que actúa de esa forma nunca podrá ser un buen consejero, y nunca te podrás fiar de él.”*

**El Príncipe (1513, p. 148). Maquiavelo**

## **Resumen**

El concepto de gobierno corporativo delimita el alcance de las soluciones planteadas a los problemas de gobierno de las empresas. Cuando el problema se centra en garantizar que los directivos adopten la mejor decisión entre las posibles para los accionistas (o los stakeholders) el concepto de gobierno incide en el aparato disciplinario. Pero cuando el problema precede a la decisión y se articula en torno a la capacidad de los individuos para generar y/o descubrir nuevas oportunidades de negocio, el concepto de gobierno y su análisis ad-

quieren tintes cognitivos. En este artículo presentamos un recorrido conceptual más que cronológico del concepto de gobierno y de cómo su evolución discurre en paralelo a las distintas concepciones de la empresa.

## **Palabras clave**

Gobierno Corporativo, Teoría de la Empresa, Law and Finance, Enfoque Cognitivo.

Códigos de clasificación JEL: G3o (Finanzas corporativas y gobernanza).

## **Abstract**

The concept of corporate governance provides the framework for the solutions of corporate governance problems. When problems are related to the discretionary managerial behaviour and its impact on the shareholders (or stakeholders) value, the concept is discipline based. However, when the problem precedes decision-making and relates to management's capacity to discern and discover growth opportunities, the cognitive dimension of corporate governance claims more attention. In this article we offer a conceptual rather than a chronological look at corporate governance concept and how it has evolved parallel to the theory of the firm.

## **Key words**

Corporate governance, Theory of the firm, Law and Finance, Cognitive Theory.

JEL classification: G3o (Corporate Finance and Governance).



## Introducción

La relevancia que el gobierno corporativo ha adquirido en la gestión empresarial contrasta con las múltiples incógnitas que aun quedan por esclarecer entorno al mismo. Y así, solo nueve años después de que el mundo empresarial tomara conciencia con el caso Enron de las consecuencias de un mal gobierno corporativo, la cuestión continúa hoy tan vigente como entonces. La historia es, en esencia, la misma si bien los protagonistas han cambiado y donde antes sonaban corporaciones como Enron, WorldCom o Parmalat ahora declinan entidades financieras como AIG, Lehman Brothers, Northern Rock o, más cercanamente, Caja Castilla La Mancha. Tan nefastos resultados han venido a poner en cuestión la efectividad de las medidas de gobierno adoptadas por estas corporaciones e impulsadas desde el ámbito público. Medidas que, además, tienen su génesis en la abundante literatura académica publicada sobre el tema en las últimas décadas. Cuestiones como la configuración del consejo de administración, el papel de la estructura de propiedad y control, la influencia del marco legal o el funcionamiento del mercado de control corporativo han sido objeto de intenso análisis en los últimos años como mecanismos de respuesta al problema de gobierno. Sin embargo, el análisis de las soluciones al gobierno corporativo no puede desligarse de la concepción del gobierno en sí mismo. Un concepto, el de gobierno, que no ha permanecido inmutable a lo largo de los años sino que se ha enriquecido con nuevas investigaciones y con las aportaciones de otras disciplinas como el derecho, la sociología o la psicología.

El diccionario de la Real Academia de la Lengua Española define el concepto de 'gobierno' en su primera acepción como "*acción y efecto de gobernar o gobernarse*". No obstante, es ciertamente curioso que, como apunta Charreaux (2004), desde el ámbito corporativo las teorías sobre el gobierno no hayan tenido por objeto estudiar la manera en que los directivos *gobiernan* sino, más bien, la manera en que los directivos *son gobernados*. El planteamiento que intrínsecamente subyace bajo esta perspectiva se aproxima más al concepto de *control* que al concepto de *gestión* en sí mismo. Y ello a pesar de que las primeras aproximaciones al gobierno corporativo desde informes institucionales, como el de la OCDE (1999) o del Comité de Basilea (1999) para las entidades financieras, parecían orientarse más hacia la segunda acepción del concepto. La diferenciación en este sentido es importante. Como apunta Salas (2003) mientras que la gestión tiene que ver con la aplicación del juicio empresarial a la toma de decisiones – que pueden ser erróneas o no – el gobierno tiene que

ver con la superación de problemas de selección adversa y riesgo moral. Es decir, bajo este último planteamiento el objetivo del sistema de gobierno corporativo sería contribuir a disciplinar los comportamientos oportunistas que merman la capacidad de supervivencia de la organización en su ámbito de actuación. Este enfoque disciplinario es la base teórica sobre la que se sustentan el modelo financiero de gobierno y el modelo de contratos entre partícipes, ambos de base contractual.

Pero a pesar de la clara hegemonía del enfoque disciplinario del gobierno, las teorías cognitivas de la empresa –entre otras la teoría behaviorista y la teoría evolucionista- han alumbrado un nuevo modelo que, a diferencia de los modelos sustentados sobre las teorías contractuales, pone el énfasis no tanto en mecanismos de gobierno que disciplinen a los directivos y resuelvan conflictos de agencia, sino más bien en mecanismos de gobierno que induzcan al aprendizaje y que, por ejemplo, estimulen a la dirección para que imagine, perciba y genere nuevas oportunidades de inversión.

Con estas pautas, el presente artículo pretende recorrer la evolución que ha experimentado el propio concepto de gobierno corporativo a lo largo de las últimas décadas. El hilo conductor que hemos utilizado para este paseo no será tanto cronológico como conceptual recorriendo una senda que discurre paralela al desarrollo de las teorías de la empresa (ver cuadro 1).

### **Los modelos de gobierno basados en el enfoque disciplinario**

El estudio precursor *The Modern Corporation and Private Property* de Berle y Means (1932, en Keasey *et al.*, 1999: p.50) señaló el origen del problema de gobierno al apreciar la existencia de “*dos nuevos grupos creados a partir de un único inicial: los propietarios sin apreciable control y los controladores sin apreciable propiedad*” al tiempo que se planteaba si “*existe alguna justificación para asumir que aquellos que mantienen el control en una corporación moderna decidirán actuar en interés de los propietarios*”. Pero la repercusión del estudio de Berle y Means fue mucho más allá al canalizar, durante décadas, los posteriores trabajos de gobierno en el marco de un conflicto entre los intereses de *los dueños de la propiedad pasiva* –accionistas- y los intereses *de los controladores de la propiedad activa* –directivos-. Su análisis acerca de la estructura de propiedad de las 200 mayores empresas estadounidenses puso de manifiesto que el 44% de las mismas estaban controladas por la dirección, lo que determinó el problema de gobierno a abordar en posteriores investigaciones.

## Cuadro 1

Definiciones de gobierno corporativo	
Nombre	Informes Institucionales
Comité de Basilea (1999)	"Desde la perspectiva del sector bancario, el gobierno corporativo hace referencia a la manera en que los negocios de instituciones individuales son gobernados por los consejos de administración y los directivos afectando concretamente a cómo los bancos: (1) fijan los objetivos corporativos (incluyendo la generación de beneficios para los propietarios); (2) dirigen las operaciones diarias correspondientes al negocio; (3) tienen en consideración los intereses de los <i>stakeholders</i> reconocidos; (4) alinean los comportamientos y actividades con la expectativa de que los bancos operen de manera segura, correcta y de acuerdo con las leyes y regulaciones aplicables; (5) protegen los intereses de los depositantes."
Autor	Modelo Financiero de Gobierno
Shleifer y Vishny (1997)	"El gobierno de la empresa atañe a las formas en que los oferentes de fondos se aseguran a sí mismos el logro de una corriente de renta sobre su inversión."
Charreaux (1997)	"El gobierno de las empresas se define como el conjunto de mecanismos organizacionales e institucionales que tienen por objeto delimitar los poderes e influir sobre las decisiones de los directivos, es decir, que <i>gobiernan</i> su conducta y determinan su espacio discrecional."
La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (2000)	"El gobierno corporativo es, en un sentido amplio, el conjunto de mecanismos a través de los cuales los inversores externos se protegen contra la expropiación de los internos."
Cuervo (2004)	"El Gobierno de la Empresa tiene por finalidad el logro de la eficiencia en el uso de los activos y en los contratos que la configuran, para asegurar la creación de valor para los propietarios de los recursos financieros."
Autor	Modelo de Gobierno de Contratos entre Partícipes
Zingales (1998)	"El gobierno corporativo puede definirse como el conjunto de mecanismos que condicionan la negociación <i>ex post</i> sobre las <i>cuasirentas</i> generadas por la empresa"
Fernández, Gómez y Fernández (1998)	"El sistema de gobierno de una empresa hace referencia al sistema completo de acuerdos institucionales y de relaciones a través de las cuales las empresas son dirigidas y controladas"
Tirole (2001)	"El gobierno corporativo se refiere entonces al diseño de instituciones que permitan que los directivos interioricen la riqueza de los <i>stakeholders</i> en la empresa"
Salas (2003)	"En el significado más estricto de ' <i>governance</i> ', dentro del ámbito de los contratos incompletos, el gobierno de la empresa se limitaría a los mecanismos de voz o poder a través de los cuales los colectivos de interesados protegen sus <i>cuasirentas</i> , entendidas como rentas de inversiones específicas. . ."
Azofra (2005a)	"El gobierno corporativo hace referencia al conjunto de mecanismos organizacionales e institucionales que permiten equilibrar los límites a la discrecionalidad directiva con la protección de los derechos de los <i>stakeholders</i> ".
Autor	Modelo Cognitivo de Gobierno
Lazonick y O'Sullivan (2000)	"Un sistema de gobierno determina quién toma las decisiones de inversión dentro de las sociedades, los tipos de inversión a emprender y la manera en la que los beneficios resultantes de esas inversiones se reparten"
Charreaux (2004)	"El conjunto de mecanismos que permiten obtener el mayor potencial de creación de valor del aprendizaje y la innovación"

**Fuente:** Elaboración propia.

*El modelo financiero de gobierno. De la teoría de la agencia al enfoque 'law and finance'*

En 1976 el problema de gobierno, basado en la idea de que los directivos persiguen objetivos diferentes de los de los accionistas, fue universalizado por Jensen y Meckling en el marco de la teoría de agencia. Desde esta teoría, la empresa se concibe como una ficción legal que sirve de nexo contractual entre individuos. Esta consideración de la empresa conlleva de manera inherente la inexistencia de voluntad y objetivos propios y, por ende, conduce a la asunción de que el comportamiento de la empresa es el resultado del equilibrio de comportamientos de un sistema contractual complejo compuesto por agentes maximizadores, cada uno de los cuales cuenta con objetivos distintos y divergentes (Jensen y Smith, 2000). Por consiguiente, las relaciones contractuales son fuente de potenciales conflictos los cuales son a su vez consecuencia de un contexto de información asimétrica e incertidumbre en el que cada partícipe persigue maximizar sus intereses. Y la solución a estos conflictos de intereses conlleva unos costes, conocidos como costes de agencia, que suponen una minoración en el valor de la empresa.

La concepción legal de la propiedad como fuente de poder que reconoce a los accionistas como únicos acreedores de los derechos residuales situó inmediatamente en un lugar preeminente el estudio de las relaciones de agencia que involucraban a los accionistas, bien con la dirección bien con los acreedores financieros. Surgió así el que se ha venido en denominar 'modelo financiero de gobierno' que desde sus orígenes prestó casi una exclusiva atención a la relación entre los accionistas y la dirección. Ciertamente, cuando no existe tal relación de agencia, esto es, cuando la empresa pertenece a un único propietario, sobre quién recae también la función de gestionar la empresa, los costes derivados de esa relación son nulos. Es decir, en estos casos, atendiendo al enfoque disciplinario, el problema del gobierno de la empresa no existiría como tal. Sin embargo, cuando el único propietario-gerente cede parte del capital de la empresa surgen costes de agencia como consecuencia de la divergencia de intereses entre las partes. Costes que se incrementan a medida que disminuye su participación en dicho capital y que se hacen máximos cuando la separación entre propiedad y control es total. Estos costes de agencia comprenden aquellos en los que incurren los accionistas para formalizar los contratos y supervisar la actuación de los directivos, así como los costes en los que incurren los directivos para garantizar a los accionistas que su comportamiento no se desvía del pactado. Por último, dentro de estos costes de agencia hemos de incluir también una pérdida residual, esto es, una reducción en el valor de la riqueza de los accionistas como consecuencia de la divergencia entre las

decisiones que maximizaría esta última y las decisiones adoptadas por los directivos. Es en el marco de esta pérdida residual en donde se asientan algunos<sup>1</sup> de los tan denostados beneficios privados de los directivos- o *perquisites* utilizando la terminología anglosajona- tales como la fijación de remuneraciones por encima de las habituales en el mercado, la ejecución de gastos suntuarios, el tráfico de información privilegiada o la utilización en beneficio propio de algunos recursos de la empresa<sup>2</sup> (v.g. apartamentos, aviones privados, etc.).

En un mundo ideal en el que fueran posibles los contratos completos, las partes especificarían por escrito todas y cada una de las posibles contingencias, desde cómo deben utilizarse los fondos aportados hasta cómo se ha de repartir el excedente generado. En esta situación los costes de agencia anteriores derivados de la separación de la propiedad y el control serían resueltos mediante contratos. Pero la realidad pone de manifiesto que no es posible detallar en un contrato escrito todas las contingencias futuras que pueden surgir en una organización a lo largo de un periodo de tiempo. De ahí la necesidad de diseñar mecanismos de gobierno, de control en definitiva, que incentiven a los directivos a alinear sus intereses con los de los accionistas (Hart, 1995). Por consiguiente, en sus orígenes el problema del gobierno de la empresa quedó circunscrito en el ámbito puramente financiero “*al conjunto de mecanismos organizacionales e institucionales que tienen por objeto delimitar los poderes e influir sobre las decisiones de los directivos*” (Charreaux, 1997).

Sin embargo, en el marco de este modelo financiero de gobierno, investigaciones más recientes comenzaron a cuestionar la universalidad de la importancia del problema de gobierno entre accionistas y directivos. Shleifer y Vishny (1997), en su excelente revisión sobre gobierno corporativo, apuntaron ya la posibilidad de que el ejercicio de control por parte de un accionista mayoritario podría crear beneficios privados y dañar así los intereses de pequeños accionistas generando un nuevo problema de gobierno. Posteriormente La Porta, Lopez de Silanes y Shleifer (1999) (en adelante LLS) apuntalaron esta idea poniendo de manifiesto que las estructuras de propiedad dispersas –germen del problema de gobierno entre accionistas y directivos- no eran tan comunes como cabría pensar a priori. Su conocida investigación *Corporate Ownership around the*

<sup>1</sup> Aunque beneficios privados y costes de agencia son conceptos que en determinadas situaciones pueden llegar a coincidir, sin embargo no son sustitutivos entre sí puesto que solo algunos beneficios privados pueden ser considerados costes de agencia. Por ejemplo, la adquisición de reputación, prestigio social o la consecución de contactos políticos por parte del directivo entran dentro de la categoría de beneficios privados no pecuniarios que, sin embargo, no tienen por qué implicar una reducción en el valor corporativo.

<sup>2</sup> Para una aproximación más práctica a estos beneficios nos aventuramos a recomendar la lectura del libro *RJR Nabisco: La caída de un imperio* de Burrough y Helyar (1995) en el que se relata con gran detalle los excesos llevados a cabo por los directivos de la empresa RJR Nabisco en detrimento de los intereses de sus accionistas.

*World*, basada en el estudio del control accionarial a través de participaciones cruzadas y estructuras pirámides, utiliza dos muestras diferentes de empresas no financieras cotizadas pertenecientes a 27 países (una primera conformada por las 20 mayores empresas de cada país y una segunda por las 10 de menor tamaño). De sus datos se deriva que el 76% de su muestra de grandes empresas cuentan con un accionista de control que, en el 35% de los casos, es una familia. Estos porcentajes son aun mayores en la muestra de empresas pequeñas alcanzando un 89% los accionistas de control y un 53% los correspondientes a familias. Se corroboraba así la existencia de un potencial problema de gobierno entre el accionista mayoritario y los accionistas minoritarios.

La búsqueda de explicaciones a ambos problemas de gobierno supuso el nacimiento del enfoque jurídico-financiero o '*law and finance*'. Este enfoque, inaugurado por La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (1998) (en adelante LLSV), encuentra en el marco legal e institucional la explicación a las diferencias detectadas entre países respecto a fenómenos económicos tales como el distinto desarrollo de los mercados de capitales e intermediarios financieros (LLSV, 1997; Levine, 1998 y LLS, 2006), el grado de libertad económica y política (LLSV, 2002), el crecimiento de la empresa (Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 1998), la política de dividendos (LLSV, 2000) y, especialmente, la determinación del problema de gobierno corporativo (Burkart *et al.*, 1997; Burkart y Panunzi, 2006; LLS, 1999 y LLSV 2002).

En concreto, el enfoque jurídico-financiero establece un conjunto de relaciones causales que tienen su génesis en la consideración de la tradición legal del país<sup>3</sup> como el factor determinante del grado de protección y salvaguardia de los derechos legales de los inversores de un país. Entendiendo en sentido amplio el concepto de 'protección y salvaguardia de los derechos de propiedad' como "*el conjunto de instituciones, sistemas políticos, legales (incluido el sistema judicial) y de normas informales que definen y protegen la propiedad al tiempo que limitan la inferencia del Estado en la esfera de contratación privada*" (Levine, 2005: p.62). Históricamente las tradiciones legales más influyentes en el mundo han sido la *common law* –adoptada por países de influencia anglosajona tales como Reino Unido, EE.UU., Australia, o Canadá, entre otros– y la *civil law* –adoptada por la mayor parte de los países de Europa Continental así como

<sup>3</sup> En este caso adoptamos la definición de Merryman (1985, p.2) tal que consideramos que "*una tradición legal no es solo un conjunto de reglas legales acerca de contratos, empresas o delitos, aunque estas reglas tengan casi siempre reflejo de algún tipo en esa tradición. Es más un conjunto de actitudes, históricamente condicionadas y profundamente arraigadas, sobre la naturaleza del derecho, sobre el papel de la ley en la sociedad y la naturaleza del gobierno, sobre la adecuada organización y funcionamiento del sistema legal, y sobre la manera en que la ley es o debe ser legislada, impartida, estudiada, perfeccionada y enseñada. La tradición legal relaciona el sistema legal con la cultura, de la cual, es una expresión parcial. La tradición legal sitúa el sistema legal en una perspectiva cultural*".

los países de América del Sur-, esta última subdivida además en tres ramas con características diferenciadas (francesa, alemana y escandinava). La argumentación básica es que en los países de tradición legal común los derechos de propiedad se hallan más protegidos como consecuencia de su propia evolución histórica<sup>4</sup> y, especialmente, de su sistema judicial (Hayek, 1960; LLSV, 1997 y 1998; Levine, 1998, 1999 y 2005; Beck *et al.*, 2003). Mientras en el sistema judicial de tradición legal civil existe un marco codificado, diseñado exclusivamente por el Estado, en el que buscar cualquier ley que la comunidad necesite; por el contrario, en el sistema judicial anglosajón, basado en la tradición legal común, dicho marco codificado no existe como tal, sino que el derecho se deriva de la práctica judicial. Es por ello, que como apunta Ergungor (2004), este derecho común basado en tribunales y jueces con poderes muy amplios para interpretar, moldear y crear leyes a través de la jurisprudencia es más efectivo tanto en la resolución de conflictos como en la salvaguardia de los derechos de propiedad. Ciertamente, aunque esta afirmación tan rotunda pueda adolecer de simplista, sin embargo está soportada por un cierto número de estudios empíricos que contrastan la existencia de una relación robusta entre el origen legal y el grado de protección de los derechos de propiedad (LLS, 1998; Beck *et al.*, 2003; Ergungor, 2004; Ayyagari *et al.*, 2008 y Ponzetto y Fernandez, 2008).

Respecto al gobierno corporativo, la tesis que sustenta este enfoque es que en aquellos países en los que el marco legal e institucional protege de manera efectiva los derechos de propiedad se está creando el adecuado incentivo para que los inversores inviertan en el capital de las empresas, se desarrollen los mercados financieros y la propiedad se disperse y distribuya entre una multitud de pequeños accionistas. De ahí que el problema de gobierno básico de las empresas sitas en países de tradición legal común adopte una *dimensión vertical* derivada de la relación entre la dirección y un conjunto disperso de accionistas propietarios de pequeñas participaciones. Por el contrario, en un entorno legal donde los derechos contractuales de los inversores no están perfectamente protegidos –como sucede principalmente en los países de tradición legal civil- la propiedad tiende a estar concentrada en manos de unos pocos accionistas como consecuencia del menor desarrollo de los mercados financieros fruto de esa carencia de protección legal. En este caso, el problema de gobierno básico adopta una *dimensión horizontal* enfrentando al accionista mayoritario –propietario de un gran bloque de acciones– con el conjunto de accionistas minoritarios.

<sup>4</sup> Como apuntó Hayek (1985) la tradición legal común evolucionó de manera espontánea no como fruto de la voluntad de nadie, y mucho menos de los propios gobernantes, sino justamente al contrario, es decir, como muro de contención de cualquier tipo de poder y salvaguardia de los derechos de propiedad privados.

En definitiva, desde el enfoque jurídico-financiero el marco legal e institucional configura un segundo problema de gobierno que, al igual que el tradicional, tiene carácter disciplinario. En dicho problema la dirección actúa bajo la estrecha supervisión del accionista mayoritario y toma las decisiones en función de los dictados del mismo. En tal escenario los accionistas minoritarios se convierten en objeto de posibles comportamientos expropiatorios por parte del accionista mayoritario que busca la consecución de sus propios intereses. Intereses que pueden concretarse en operaciones de *'tunnelling'*, utilizando la terminología de Johnson *et al.* (2000), y que incluirían la transferencia de activos y beneficios fuera de la empresa en favor del accionista mayoritario a través, por ejemplo, de la venta de activos, la firma de contratos favorables con otras empresas bajo su control, la apropiación de dinero en efectivo o la contratación de miembros con los que mantiene vínculos familiares.

En definitiva, la aportación del enfoque *law and finance* constituye 'la última singladura de las finanzas' (Azofra, 2005b) en el marco del modelo financiero de gobierno tradicional.

#### *El modelo de gobierno stakeholder o de contratos entre partícipes*

La visión basada en el modelo financiero de gobierno ha centrado la atención de gran parte de la literatura de los últimos años debido a su mayor proximidad a una realidad empresarial en la que la propiedad se erige como la única fuente de poder reconocida por el marco legal. No obstante, una vez que Jensen y Meckling (1976: p.310) señalaron en su artículo seminal que "*las relaciones contractuales son la esencia de la empresa, no solo con los empleados sino también con los proveedores, clientes, acreedores, etcétera. El problema de costes de agencia y supervisión existe para todos esos contratos [...]*" el gobierno quedó abierto al análisis de nuevas relaciones de agencia. En el momento en que admitimos que la empresa es marco de múltiples relaciones contractuales es necesario un planteamiento integrador que incluya, no solo a los aportantes de fondos y la dirección, sino también al resto de partícipes<sup>5</sup> que posean algún derecho legítimo, explícito o implícito, sobre la empresa (Hill y Jones, 1992). La adopción de este enfoque multicontractual de la empresa requirió así mismo de una evolución en el concepto de gobierno corporativo (Andrés, 1998). En este contexto, el problema del gobierno es consecuencia de la confluencia de múltiples partícipes relacionados contractualmente con la empresa que desean

<sup>5</sup> Un partícipe o *stakeholder* de una organización es, por definición, cualquier grupo o individuo que pueda afectar o sea afectado por la consecución de los objetivos organizativos. Esta definición implica que a los partícipes habituales –accionistas y directivos– se añaden empleados, competidores, clientes, la comunidad y el propio gobierno (Freeman, 1984)



maximizar su utilidad en detrimento del valor global de la misma. Por tanto, se superan las restrictivas representaciones de relaciones de agencia bilaterales para poder enfocar la reducción de los costes de agencia de un modo global mediante la gestión simultánea del conjunto de relaciones entre los partícipes (Charreaux, 2000). El gobierno corporativo atañe entonces al "*desarrollo de un sistema óptimo de acuerdos institucionales y de relaciones que permita reducir los costes de agencia derivados de comportamientos oportunistas*" (Fernández, 2001). Aunque el problema aun continúa siendo de carácter disciplinario, sin embargo, la diferencia respecto al modelo financiero de gobierno concierne a la distribución del reparto del excedente empresarial, ya que este modelo niega a los accionistas la consideración de únicos acreedores residuales. La empresa es el punto de coincidencia de múltiples partícipes que aportan a la empresa sus recursos críticos o complementarios (Andrés, 1998). Rajan y Zingales (1998) señalan que el carácter no crítico de los recursos financieros así como la existencia de recursos más valiosos, menos imitables y más críticos para el proceso productivo –como son los recursos humanos– obligan a redefinir las fuentes de poder en la empresa. Aunque las fuentes de poder *de iure* establecidas por el marco legal siguen en manos de los accionistas, las fuentes de poder *de facto* son ahora el acceso a los recursos críticos y la especialización. De esta forma, el problema de gobierno debe plantearse como un problema de asignación de los derechos formales (*de iure*) de control entre los distintos partícipes con derechos reales (*de facto*) de control (Azofra, 2005b). Ello conduce a concebir la empresa como un "*nudo de inversiones específicas, es decir, una combinación de activos y personas mutuamente especializados*" y al gobierno corporativo "*como el conjunto de mecanismos que condicionan la negociación ex post sobre las cuasirentas generadas por la empresa*" (Zingales, 1998).

Sin embargo, llevar a la *praxis* estos planteamientos no es sencillo. Rajan y Zingales (1998) abogan porque el consejo de administración de la empresa se convierta en la piedra angular en la que participen todos los poseedores de recursos críticos, con independencia de las fuentes de poder *de iure*. El consejo de administración se encargaría entonces de asegurar una redistribución equitativa entre el conjunto de partícipes (Charreaux, 2004). Sin embargo, el modelo de contratos entre partícipes supone que la dirección tenga en cuenta los intereses de todos los *stakeholders* de la empresa a la hora de tomar decisiones. Pero, tal y como apuntó Jensen (2001), la teoría *stakeholder* fracasa a la hora de modelizar una función objetivo que equilibre los intereses divergentes de todos los partícipes y cree valor corporativo. Y sin esta función objetivo, "*las empresas que adopten los planteamientos de la teoría stakeholder experimentarán confusión directiva, conflicto, ineficiencia y, quizás, incluso fracaso*".

so competitivo”, lo que conduce a concluir que “es imposible maximizar en más de una dimensión al mismo tiempo” (Jensen 2001, p.9). De ahí que proponga que los directivos guíen sus decisiones por el objetivo de la maximización a largo plazo del valor de mercado de la empresa.

### **Más allá del enfoque disciplinario. La dimensión cognitiva del gobierno.**

El enfoque disciplinario de gobierno si bien es preponderante en la literatura no por ello está exento de críticas. Una de las más arraigadas atañe a la concepción misma del proceso de generación de valor en la empresa. Cuando se analiza el sistema de asignación de recursos bajo una perspectiva contractual, se parte de la existencia de unas condiciones tecnológicas y de mercados dadas y, por tanto, de un conjunto de oportunidades de inversión predeterminado, de forma que el directivo solo tiene que escoger la oportunidad más adecuada entre las existentes. Desde esta óptica, la creación de valor se deriva únicamente de la resolución de los conflictos de interés que emanan de las asimetrías de información y el papel del gobierno es puramente disciplinario, ya que consiste en obligar al directivo a tomar la mejor decisión posible. Pero el proceso de creación de valor no siempre toma el camino de la disciplina y el control, sino también el de la construcción de capacidades (Romero, 2007a). Por tanto, la clave del desempeño organizativo también se encuentra en la capacidad de la dirección para innovar, es decir, para imaginar, percibir y generar nuevas oportunidades (Prahalad, 1994; Lazonick y O’Sullivan, 1998 y 2000). En este punto es en donde el modelo cognitivo de gobierno, impulsado originalmente por autores como Charreaux o Wirtz, puede aumentar la capacidad explicativa de los enfoques tradicionales de agencia.

Relata Charreaux (2002) que tradicionalmente la “función empresarial” o “función emprendedora” ha estado conformada por tres dimensiones: (1) una función de asunción de riesgo e incertidumbre, vinculada fundamentalmente a la aportación financiera realizada por el empresario; (2) una función directiva, relacionada con la búsqueda y coordinación de los factores de producción; (3) y, por último, una función perceptiva, asociada a la identificación de oportunidades rentables de inversión. De estas tres funciones –asuntiva, gerencial y perceptiva– solo las dos últimas pueden calificarse esencialmente de cognitivas al intervenir en las mismas dimensiones fundamentales, tales como la construcción y generación de conocimientos. Estas tres funciones son desarrolladas en su totalidad por el empresario cuando este asume en solitario el reto corporativo. Sin embargo, la separación entre la propiedad y el control en

la moderna empresa capitalista de Berle y Means dejó huérfana la función perceptiva. La dispersión de la propiedad entre múltiples pequeños accionistas limitó la función de estos últimos a la primera de las dimensiones, la asunción del riesgo de inversión. Por su parte, la función gerencial recayó en manos de los directivos, mientras que la función perceptiva quedó sin claro poseedor. La orfandad de esta dimensión contrasta con la relevancia que adquiere en el proceso de creación de valor a largo plazo de la empresa, especialmente, a través de la generación de oportunidades de crecimiento. Desde el modelo cognitivo de gobierno se aboga, por tanto, por ampliar el tradicional enfoque de gobierno para dar cabida a *"la calidad de la relación entre la dirección y los inversores, y su potencial para incrementar la efectividad de las compañías en la identificación y aprovechamiento máximo de las oportunidades de crecimiento"* (Pralhad, 1994).

Desde una perspectiva general, el enfoque cognitivo conduce a estudiar los sistemas de gobierno en función de su influencia sobre las dimensiones cognitivas de la creación de valor, la percepción de las oportunidades de crecimiento, la coordinación cognitiva y el aprendizaje organizacional (Charreaux, 2002). Las teorías cognitivas conciben la empresa como repertorios de conocimiento mientras que las teorías basadas en la información suponen que las empresas constituyen una respuesta a problemas de naturaleza informativa (Fransman, 1998). Ello implica que la generación de oportunidades de inversión inéditas no solo dependen de la información, sino también del conocimiento específico y tácito de sus diseñadores (Wirtz, 2005). La distinción entre información y conocimiento se torna, pues, clave. Continuando con Fransman, la información se define como *"el conjunto de datos relacionados con los estados de la naturaleza y con las consecuencias contingentes a estos estados que se derivan de los eventos del mundo resultantes de causas naturales o sociales"*. Por su parte, la noción de conocimiento representa *"un conjunto abierto, subjetivo, resultante de la interpretación de la información por los individuos y contingente a sus modelos cognitivos"*. La idea central es que los individuos no actúan en función de datos o informaciones objetivas, sino en función de su propio conocimiento. Y este conocimiento es fruto de la información disponible interpretada a través del prisma de su esquema cognitivo personal<sup>6</sup> (Wirtz, 2001).

<sup>6</sup> Peter Wirtz (2001) define estos esquemas como *"los marcos de lectura de la realidad que permiten a los individuos tomar una decisión gracias a la percepción de un conjunto de vínculos causa-efecto"*.

La principal conclusión de estas apreciaciones es que la percepción de oportunidades de creación y reparto de valor en la empresa por parte de un directivo o un accionista relevante depende de su esquema cognitivo personal (Wirtz, 2001). En otras palabras, sobre la base de una misma información, directivos, administradores o accionistas pueden plantear propuestas incompatibles o incluso oponerse en lo referente a la viabilidad industrial de un proyecto porque tienen esquemas cognitivos diferentes (Charreaux, 2002). Por tanto, estos esquemas cognitivos, en cuanto que representaciones subjetivas de la realidad, son fuente potencial de conflictos. Estos conflictos denominados *cognitivos*<sup>7</sup>, aunque no tiene su origen en la existencia de oportunismo por parte de los partícipes, afectan a la creación de valor en la empresa. Por un lado, este conflicto entre los esquemas mentales de diferentes individuos puede conducir a un menor valor corporativo derivado de las emociones negativas que surgen entre los mismos (Nemeth y Staw, 1989). Un elevado nivel de conflicto cognitivo en un grupo –pongamos como ejemplo un consejo de administración– en el que sus componentes se enfrentan a la toma de decisiones complejas puede generar insatisfacción entre sus componentes y el deseo de abandonar el equipo (Mace, 1986; Schweiger et al., 1986). Pero, por otro lado, el conflicto cognitivo también es fuente de valor organizativo. La presencia de este tipo de conflictos en un grupo puede fomentar la consideración de un mayor número de alternativas en las discusiones así como una evaluación más cuidadosa de las mismas, lo que contribuye a crear valor en entornos de elevada incertidumbre (Milliken y Vollrath, 1991; Jackson, 1992; Eisenhardt et al., 1997; Forbes y Milliken, 1999).

En definitiva, el modelo cognitivo de gobierno significa el abandono de la hipótesis tradicional sobre el carácter exógeno y objetivo de las oportunidades de inversión, para dar entrada a una visión diferente del gobierno en la que el objetivo es la creación de valor sostenible en el tiempo a través fundamentalmente de la identificación y generación de oportunidades de crecimiento. Sin embargo, la modelización operativa de esta concepción del gobierno corporativo –más cercana a la acepción de *gobernar* que a la de *ser gobernado*– se hace muy compleja, razón por la cual la investigación sobre el modelo cognitivo se ha desarrollado más en su vertiente teórica que empírica.

<sup>7</sup> El conflicto cognitivo ha sido definido como un "desacuerdo sobre el contenido de las tareas que se están desarrollando, incluyendo diferencias en los puntos de vista, las ideas y las opiniones" (Jehn, 1995, pp. 258)

## A modo de cierre

El final de nuestro paseo parece conducirnos a la conclusión de que no existe una definición unánime y compartida acerca del concepto de gobierno corporativo. Y la cuestión no es baladí. Distintas definiciones conducen a distintas soluciones. Las respuestas que se ofrezcan al gobierno corporativo dependen de las preguntas que desde el mismo se planteen. Si asumimos que el gobierno tiene exclusivamente un papel disciplinario, las respuestas sin duda se ceñirán a medidas y mecanismos que combatan el comportamiento oportunista en la empresa. En este caso, solo hay que acudir a la mayoría de las recomendaciones planteadas hasta ahora en los distintos códigos de buen gobierno. Si, por el contrario, consideramos el gobierno desde una perspectiva cognitiva, las soluciones se tornan más complejas al introducir elementos difícilmente mensurables tales como la función perceptiva del emprendedor, los esquemas mentales o los conflictos cognitivos.

Sin embargo, los trabajos más recientes apuntan a la integración de ambos enfoques. Las teorías basadas en el conocimiento no solo son compatibles con las teorías tradicionales respecto al papel del gobierno corporativo, sino que se complementan de forma que se incrementa su poder explicativo (Charreaux, 2002). La apertura del gobierno a las dimensiones cognitivas no lleva al descuido de las dimensiones referentes a los conflictos de interés y a la asignación de resultados, sino que introduce adicionalmente las dimensiones relativas a los conflictos cognitivos y a la generación de oportunidades de inversión creativas (Romero, 2007b). Es en este punto en donde algunos mecanismos de gobierno concretos, como el consejo de administración, pueden jugar un papel relevante no solo *disciplinando* sino también *asesorando* a la dirección con el fin de que tome las decisiones más adecuadas en cada momento y para cada organización. Así, la configuración de un consejo de administración efectivo puede alejarse de características tradicionales como el tamaño o la independencia y acercarse más a la introducción de factores como la diversidad de conocimientos de los consejeros o el carácter proactivo de los mismos.

En palabras de Popper, el *futuro está abierto*, si bien consideramos que el enfoque de gobierno ampliado con las percepciones cognitivas constituye sin duda una importante *propensión* para las próximas investigaciones sobre el gobierno corporativo.

## Bibliografía

- [1] ANDRÉS, P. DE (1998). *Contratos, Recursos y Creación de Valor*. Servicio de Publicaciones de la Universidad de Valladolid, Valladolid.
- [2] AYYAGARI, M.; DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. (2008). How Well Do Institutional Theories Explain Firms' Perceptions of Property Rights? *Review of Financial Studies*, 21(4):1833-187.
- [3] AZOFRA, V. (2005a). El gobierno corporativo en la era del conocimiento, mimeo. Curso de Doctorado Nuevas Tendencias en Dirección de Empresas, Universidad de Valladolid.
- [4] AZOFRA, V. (2005b). Acerca de una Nota Crítica sobre la Investigación Actual en Finanzas. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 24: pp. 121-150.
- [5] BECK, T.; DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; LEVINE, R. (2003). Law, Endowments, and Finance, *Journal of Financial Economics* 70: 137-181.
- [6] BERLE, A.; MEANS, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property, Corporate Governance*, vol. II: *Governance Mechanism*, Ed. Keasey, K.; Thomson, S. y Wright, M. 1999. Ed. Edward Elgar, Cheltenham (UK).
- [7] BURKART, M. PANUNZI, F. (2006). Agency conflicts, ownership concentration, and legal shareholder protection, *Journal of Financial Intermediation* 15(1), 1-31.
- [8] BURKART, M.; GROMB, D.; PANUNZI, F. (1997). Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm, *The Quarterly Journal of Economics* 112 (3), 693-728.
- [9] BURROUGH, B. Y HELYAR J. (1995). Nabisco: La Caída de un Imperio, *Biblioteca Deusto de Empresas y Empresarios*. Ed. Planeta de Agostini, Barcelona.
- [10] CUERVO, A. (2004). El gobierno de la empresa. Un problema de conflicto de intereses en El gobierno de la empresa. *En busca de la transparencia y la confianza*, ed. Bueno Campos. Ed. Pirámide, Madrid.
- [11] CHARREAUX, G. (1997). Vers une théorie du gouvernement des entreprises en Le Gouvernement des entreprises: *Corporate Governance, théories et faits*, ed. Charreaux, G. Ed, Économica, Paris.
- [12] CHARREAUX, G. (2000). La théorie positive de l'agence: positionnements et apports. *Revue d'Économie Industrielle*, 92 (2º y 3er trimestre): 193-214.

- [13] CHARREAU, G. (2002). L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives. Dossier spécial L'actionnaire. *Revue française de gestion*, 28 (141), 77-107.
- [14] CHARREAU, G. (2004). *Corporate Governance Theories: From Micro Theories to National Systems Theories*. Working Paper of FARGO nº 1040101. Université de Bourgogne.
- [15] COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA. (1999). *La mejora del gobierno corporativo en organizaciones bancarias*. Bank for International Settlements, Basilea.
- [16] DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. (1998). Law, Finance, and Firm Growth, *Journal of Finance* 53: 2107-2137.
- [17] EISENHARDT, K.; KAHWAJY, J.; BOURGEOIS, L. (1997). How management teams can have a good fight. *Harvard Business Review*, 75: 77-85.
- [18] ERGUNGOR, O.E. (2004). Market- vs. Bank-Based Financial Systems: Do Rights and Regulations Really Matter? *Journal of Banking and Finance* 28: 2869-2887.
- [19] FERNÁNDEZ, A.I. (2001). *El gobierno de la empresa, mimeo*. Curso de Doctorado Nuevas Tendencias en Dirección de Empresas, Universidad de Burgos.
- [20] FERNANDEZ, A.I.; Gómez, S.; Fernández, C. (1998). El Papel Supervisor del Consejo sobre la Actuación Gerencial: Evidencia para el caso español. *Investigaciones Económicas*, 22, pp. 501-516.
- [21] FORBES, D.P.; MILLIKEN, F.J. (1999). Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24 (3): 489-505.
- [22] FRANSMAN, M. (1998). Information, Knowledge, Vision and Theories of the Firm, en *Technology, Organization and Competitiveness – Perspectives on Industrial and Corporate Change*. Ed. G. Dosi; D.J. Teece y J. Chinty, Oxford University Press. Oxford.
- [23] FREEMAN, R.E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Ed. Pitman, Boston.
- [24] HART, O. (1995). Corporate Governance: Some Theory and Implications. *Economic Journal* 105(430), pages 678-89.
- [25] HAYEK, F.A. (1960) 1998. *Los Fundamentos de la Libertad*, ed. Unión Editorial (6ª edición), Madrid.

- [26] HAYEK, F.A. (1985). *Derecho, Legislación y Libertad*, ed. Unión Editorial (2ª edición), Madrid.
- [27] HILL, C.W.L.; JONES, T. (1992). Stakeholder-Agency theory, *Journal of Management Studies* 29 (2), pp. 131-153.
- [28] JACKSON, S. (1992). Consequences of group composition for the interpersonal dynamics of strategic issue processing, en *Advances in Strategic Management*, Ed. Huff, S.A. y Dutton, J., Greenwich, CT: JAI Press, vol. 8, pp. 345-382.
- [29] JEHN, K. (1995). A Multimethod Examination of the Benefits and Detriments of Intragroup Conflict. *Administrative Science Quarterly* 40, pp. 256-282.
- [30] JENSEN, M.C. (2001). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14 (3), pp. 7-21.
- [31] JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- [32] JENSEN, M.C.; SMITH, C. W. (2000). Stockholder, Manager and Creditor Interest: Applications of Agency Theory, en *A Theory of The Firm*, Ed. Jensen, M.C. Harvard University Press, pp. 136-167.
- [33] JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. (2000). Tunneling, *American Economic Review* 90 (2), 22-27.
- [34] LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58(1-2), 3-27.
- [35] LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. (1999). Corporate Ownership around The World. *Journal of Finance* LIV-2: 471-517.
- [36] LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. (2006). What Works in Securities Laws?, *Journal of Finance* 61 (1), 1-32.
- [37] LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52: 1131-1150.
- [38] LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106: 1113-1155.
- [39] LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance* 52 (3), 1147-1170.



- [40] LAZONICK W.; O'SULLIVAN, M. (1998). *Corporate Governance and the Innovative Economy: Policy Implications*. STEP Report. ISSN 0804-8185, Oslo.
- [41] LAZONICK W.; O'SULLIVAN, M. (2000). *Perspectives on Corporate Governance, Innovation and Economic Performance*. Working Paper. CGEP, The European Institute of Business Administration (INSEAD).
- [42] LEVINE, R. (1998). The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth, *Journal of Money, Credit, and Banking* 30: 596-620.
- [43] LEVINE, R. (1999). Law, Finance and Economic Growth, *Journal of Financial Intermediation* 8, 8-35.
- [44] LEVINE, R. (2005). Law, Endowments and Property Rights. *Journal of Economic Perspectives* 19(3), pp. 61-88
- [45] MACE, M.L. (1986). *Directors: Myth and Reality*. Harvard Business School Press, Boston.
- [46] MAQUIAVELO, N. (1513) 1999. *El Príncipe*. Colección Austral. 31ª Edición, Madrid.
- [47] MERRYMAN, J.H. (1985). *The civil law tradition: An introduction to the legal systems of Western Europe and Latin America*, Stanford University Press, Stanford, CA.
- [48] MILLIKEN, F.; VOLLRATH, D. (1991). Strategic Decision-making tasks and Group Effectiveness: Insights from Theory and Research on Small Group Performance. *Human Resources* 44, pp. 1-25.
- [49] NEMETH, C.; STAW, B. (1989). The tradeoffs of Social Control and Innovation in Groups and Organizations. *Advances in Experimental Social Psychology* 22, pp. 175-210.
- [50] OCDE. (1999). *OCDE principles of corporate governance*. OCDE, París.
- [51] PONZETTO, G. Y FERNANDEZ, P.A. (2008). Case Law versus Statute Law: An Evolutionary Comparison. *Journal of Legal Studies* 37(2), pp. 379-430.
- [52] PRAHALAD, C.K. (1994). Corporate Governance or Corporate Value Added?: Rethinking the Primacy of Shareholder Value. *Journal of Applied Corporate Finance* 6 (4), pp. 40-50.
- [53] RAJAN, R.G.; ZINGALES, L. (1998). Power in a Theory of the Firm, *The Quarterly Journal of Economics* 113 (2), pp. 387-432.
- [54] ROMERO, M.E. (2007a). El gobierno de las fundaciones. La Creación de Valor más allá de la Disciplina. *Revista de Contabilidad y Tributación* 68, pp. 109-144.

- [55] ROMERO, M.E. (2007b). *El gobierno de las fundaciones*. Tesis doctoral, Universidad de Valladolid.
- [56] SALAS, V. (2003). El Gobierno de la Empresa Bancaria desde la Regulación. *Revista de Estabilidad Financiera* 5, 197-228.
- [57] SCHWEIGER, D.; SANDBERG, W; RAJAN, J. (1986). Group Approaches for Improving Strategic Decision Making: A Comparative analysis of Dialectical Inquiry, Devil's Advocacy and Consensus. *Academy of Management Journal* 28, pp. 51-71.
- [58] SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, American Finance Association, 52 (2), 737-783.
- [59] TIROLE, J. (2001). Corporate Governance. *Econometrica*, 69 (1), 1-35.
- [60] WIRTZ, P. (2001). Système National de Gouvernance, Structures Locales et Logique de Création et D'appropriation de Rentes: Les Enseignements du Cas Vodafone/Mannesmann. *Revue Finance Contrôle Stratégie* 4 (4), pp. 163-201.
- [61] WIRTZ, P. (2005). *Compétences, Conflits et Création de Valeur: Vers une Approche Intégrée de la Gouvernance*. Research Center in Finance, Organizational Architecture and Governance (FARGO) Working Paper n. 1050501.
- [62] ZINGALES, L. (1998). Corporate Governance, en P. Newman (Ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and Law*, Stockton Press, Nueva York.

# Sobre la transparencia del rendimiento empresarial en un entorno macroeconómico volátil

Lars Oxelheim, *Lund Institute of Economic Research*  
*Lund University, P.O. Box 7080, 220 07 Lund, Sweden*  
*Lars.Oxelheim@telia.com*  
*The Research Institute of Industrial Economics,*  
*P.O. Box 55665, 102 15 Stockholm, Sweden*  
*Lars.Oxelheim@ifn.se*

## Resumen

La actual crisis financiera ha destacado la necesidad de que todos los grupos de interés entiendan la interacción entre la empresa y su entorno macroeconómico. La incertidumbre sobre el efecto de las fluctuaciones macroeconómicas en el rendimiento corporativo generará confusión entre los gestores, inversores y políticos. El precio de esta confusión es un mayor coste de capital y una reducción del crecimiento económico a escala macroeconómica. La UE introdujo en enero de 2005 la Norma internacional de información financiera (IFRS, por sus siglas en inglés) en un esfuerzo para mejorar la calidad de la información disponible para la gestión y el precio del riesgo. Este artículo analiza los beneficios en la transparencia desde su implementación y manifiesta que no se registran mejoras respecto al efecto macroeconómico en las empresas. Según esta experiencia, se sugieren mejoras para entender y medir el efecto de diferentes situaciones en el rendimiento corporativo. El artículo también describe cómo comunicar los efectos macroeconómicos a las partes interesadas externas de la empresa de un modo que pueda impulsar un mayor crecimiento económico a escala macroeconómica.

## Palabras clave

Gobierno corporativo, RSE, crecimiento económico, globalización, Norma internacional de información financiera, efecto macroeconómico, transparencia.

Código JEL: E22, E32, E44, F15, F23, F37, G18, G32, L25, M21, M48

## Abstract

The current financial crisis has emphasized the need by all corporate stakeholder groups to understand the interplay between the firm and its macroeconomic environment. Uncertainty about the impact of macroeconomic fluctuations on corporate performance will leave managers, investors and politicians confused. The price of this confusion is an increased cost of capital and lower economic growth at the macroeconomic level. EU introduced as of January 2005 International Financial Reporting Standards (IFRS) in an effort to improve the quality of information available for risk management and for pricing of risk. This paper analyzes the gains in transparency from the implementation and reports no improvements in regard to the macroeconomic impact on firms. Based on this experience, improvements are suggested for how to understand and measure the impact of different scenarios on corporate performance. The paper also elaborates on how to communicate the macroeconomic effects to external stakeholders of the firm in a way that should foster further economic growth at the macroeconomic level.

## Key words

Corporate governance, CSR, economic growth, globalization, International Financial Reporting Standards, macroeconomic impact, transparency.

JEL classification: E22, E32, E44, F15, F23, F37, G18, G32, L25, M21, M48

## Introducción

La actual crisis financiera ha destacado la necesidad de que todos los grupos de interés entiendan la interacción entre la empresa y su entorno macroeconómico. La incertidumbre sobre el efecto de las fluctuaciones macroeconómicas en el rendimiento corporativo generará confusión entre los gestores, inversores y políticos. El precio de esta confusión es un mayor coste del capital y una menor inversión a escala nacional de la que se obtendría de lo contrario (Oxelheim, 2006). La transparencia de lo que realmente consigue la dirección y la superioridad del producto y el proceso de producción en contraposición con los beneficios imprevistos de un entorno macroeconómico volátil, también desempeña una función crucial en el gobierno corporativo y la responsabilidad social empresarial con su generación de confianza. Por ejemplo, el actual debate sobre lo que se cobra por las exorbitantes indemnizaciones globales por despidos de ejecutivos de la alta dirección está a menudo causado por la falta de transparencia del rendimiento recompensado (Oxelheim and Wihlborg, 2008a).

En un esfuerzo por mejorar la transparencia, la UE introdujo la Norma internacional de información financiera (IFRS) en enero de 2005. Todavía no ha pasado suficiente tiempo para hacer un análisis empírico final de su éxito, pero este artículo refleja un primer intento. Descubrimos que la implementación no ha tenido una mayor transparencia en el efecto macroeconómico sobre el rendimiento corporativo de las empresas individuales y sugerimos una interpretación más rigurosa para que las partes interesadas entiendan y midan el efecto de los diferentes contextos macroeconómicos en el rendimiento empresarial. También explicamos cómo comunicar los efectos macroeconómicos a las partes interesadas externas de la empresa de un modo que aumente la transparencia y pueda impulsar un mayor crecimiento económico a escala macroeconómica. Aunque el análisis se centrará en la transparencia empresarial, el problema de la transparencia de las políticas locales y nacionales se debate mientras los políticos forman el campo de juego macroeconómico.

Aunque los términos *transparencia* y *crecimiento económico* aparecen frecuentemente en cualquier debate sobre economía política, la investigación sobre la relación entre estos dos fenómenos se limita solo a unos pocos estudios publicados. El interés en el crecimiento económico tiene una larga historia, mientras que el concepto de transparencia solo ha aparecido recientemente en el debate y la investigación públicos. Como ejemplo del creciente interés

por la transparencia, esta palabra solo aparece 32 veces en los documentos publicados por la National Bureau of Economic Research entre 1974 y 2005; la primera vez en 1993 y luego con una presencia mucho más notable en los documentos de trabajo publicados después del año 2000 (Forssbaeck & Oxelheim, 2006). Su uso aumentó paralelamente al del desarrollo de la tecnología de la información.

Aunque el significado de la palabra puede variar de una situación a otra, esa falta de transparencia implica que la asimetría informativa es común a todas. En el contexto político, esta asimetría a menudo supone una dificultad para entender la actual política y una incertidumbre en cuanto a cuál será el siguiente paso. El precio por esta falta de transparencia se produce como una prima de riesgo político, que puede traducirse cuantitativamente en un crecimiento no logrado. Por consiguiente, la mayor transparencia en la política da como resultado un menor riesgo político, una menor prima de riesgo como parte del coste del capital, una mayor inversión y un mayor crecimiento económico para la sociedad en su conjunto (Oxelheim, 1996). Aquí, el riesgo político se contempla como un fenómeno macroeconómico que afecta a todas las partes, aunque la vulnerabilidad puede variar de una empresa a otra.

Aun ante la exposición al riesgo político, tanto la vulnerabilidad como el riesgo en sí pueden ser específicos de la empresa. Esta exposición se produce cuando los políticos intervienen con programas adaptados a las necesidades específicas de las empresas, orientadas, por ejemplo, a atraer a una empresa determinada al país. La conducta de los políticos genera una incertidumbre entre los competidores en cuanto a quién es el próximo en recibir dicho trato, lo que causa cambios potencialmente radicales en las circunstancias competitivas de una compañía (Oxelheim, 2008).

En el mundo empresarial, la falta de transparencia a menudo resulta en comunicaciones entre los que tienen un entendimiento profundo especial sobre las transacciones de una compañía (internos) y lo que tienen intereses en juego en una compañía, aunque por otro lado carecen de conocimientos (externos). La teoría sobre la oferta y la demanda de información específica de la compañía es, sin embargo, débil (Bushman et al, 2004), y esta crítica se aplica aun más cuando la oferta y la demanda se vinculan al crecimiento económico (Oxelheim, 2006). Básicamente, el acceso a la información se considera como un determinante esencial en las decisiones vigentes sobre la asignación de recursos y el crecimiento (Levine, 1997).

El coste de la falta de transparencia empresarial aparece como un coste de agencia y una prima de riesgo que provoca una menor valoración de la compañía, un mayor coste del capital y una menor inversión de la que podría haberse obtenido. Las compañías individuales utilizan varios métodos -incluidas la cotización de un activo en más de un mercado y/o la internacionalización de la junta directiva- para mejorar su transparencia en relación a sus competidores y reducir su coste del capital global en el proceso (Oxelheim, 2001, Reese & Weisbach, 2002, Oxelheim & Randøy, 2003). Las pequeñas y medianas empresas (PYMES) de los países desarrollados, así como la mayoría de las empresas en los países en vías de desarrollo, a menudo no pueden funcionar de este modo. Los políticos tienen por tanto interés en reducir la asimetría de la información a escala nacional y regional. Pueden trabajar para mejorar la transparencia en el marco regulador nacional o regional: y si otros aspectos no cambian esto conducirá a su vez a un mayor crecimiento. La introducción de la Norma internacional de información financiera en la UE en 2005 ha sido uno de estos intentos. Como paso hacia una mayor transparencia, todas las compañías consolidadas que cotizan en bolsa (con muy pocas excepciones) en la UE tuvieron que modificar sus prácticas de contabilidad para adaptarse a la IFRS.

Este trabajo analiza la transparencia óptima para las compañías y se centra en un fenómeno específico: qué parte del rendimiento de la compañía es intrínseco, más que el resultado de las fluctuaciones macroeconómicas durante el período contable. Aparte de los muchos enfoques diferentes de la teoría de la contabilidad, este documento describe la comunicación de información importante para entender la competitividad intrínseca de una compañía y las posibilidades de generar ingresos en el futuro.

El artículo se organiza del siguiente modo. La Sección 2 analiza el concepto de transparencia empresarial óptima. La Sección 3 trata el vínculo entre la transparencia del efecto macroeconómico en el rendimiento empresarial y la competitividad empresarial. En la Sección 4, la transparencia se analiza en términos de estándares contables. La Sección 5 introduce el análisis MUST y analiza la necesidad de información que tienen las terceras partes externas. La Sección 6 concluye con comentarios sobre el vínculo entre la transparencia en la compañía y el crecimiento económico a escala macroeconómica.

## Transparencia empresarial óptima

Una falta de transparencia se refería a menudo como la principal explicación para muchos grandes escándalos empresariales (Enron, Tyco, WorldCom y Parmalat) a principios de la década de 2000. Ante esto, se tomaron algunas medidas reguladoras. Sin embargo, estas acciones no impidieron la actual crisis financiera; tras llegar a proporciones increíbles, la confusión ha provocado que los políticos y reguladores de todo el mundo pidan más transparencia. Por ejemplo en febrero de 2009, la nueva administración estadounidense, bajo el mandato del presidente Barack Obama, presentó un nuevo programa para evaluar el comportamiento de la banca en casos extremos. Los resultados de 19 bancos estadounidenses se registraron en mayo de 2009 como medio para recuperar la confianza en el sistema bancario mediante una mayor transparencia. ¿Cuál es entonces el modo adecuado para mejorar la transparencia en el sector empresarial?

En el debate sobre la falta de transparencia, la suposición implícita ha sido que *cuanta más información revele la compañía, mejor*. Pero en qué medida es razonable dicha afirmación puede ser enormemente cuestionado (Morris & Shin, 2002). Antes de que el receptor se sature de información y quede totalmente confundido, existe un punto de *transparencia óptima* (Oxelheim, 2006). En este caso, "óptima" se refiere al receptor de la información, es decir, el interés de las terceras partes, que podemos representar aquí como el accionista sin conocimientos profundos.

Sin embargo, "óptima" también puede aplicarse al suministro de información de la compañía: si se revela demasiada información, los competidores podrían obtener detalles sensibles sobre las oportunidades de beneficios de la compañía (Verrecchia, 2001). "Óptima" vista desde estas dos perspectivas puede converger en una perspectiva a largo plazo. El accionista externo tiene que revisar su visión de la demanda de información teniendo en cuenta el daño que la información sensible puede causar a la compañía.

En una tercera perspectiva sobre transparencia "óptima", la dirección puede hacer que el grado de transparencia refleje sus propios intereses. La teoría de las finanzas empresariales y el gobierno corporativo es muy cínica en este aspecto, encontrándose numerosas razones para que la revelación de información óptima de la dirección se desvíe de las perspectivas mencionadas anteriormente (Jensen & Murphy, 1990). Los escándalos empresariales en el mundo también han desembocado en recomendaciones y legislación, como la Sarbanes-Oxley Act en EE.UU. y la Directiva sobre la transparencia de la UE. Se espera que la aplicación de la IFRS contribuya a una mayor transparencia.



## Transparencia y competitividad empresarial

La incertidumbre en cuanto al rendimiento intrínseco o sostenible de una empresa puede tener muchos orígenes y puede existir entre muchas categorías de las partes interesadas. Como se mencionó en la introducción, aquí nos centramos en la incertidumbre que surge de los cambios en el entorno macroeconómico de una compañía. Cuando estos efectos sobre el rendimiento no están aclarados o filtrados, las tasas de cambio, de interés o desarrollos del precio con efectos positivos (negativos) relativas a una compañía pueden inflar (reducir) su rendimiento de un modo que señale falsamente la *competitividad de una compañía*.

Con respecto a las varias categorías de las partes interesadas, distinguimos a los que tienen un conocimiento profundo de las operaciones de la empresa y por tanto tienen información que reportar –como el consejero delegado, la alta dirección, la junta directiva y su presidente– de los que no tienen conocimientos y requieren información, como analistas, gestores de fondos de pensiones, inversores de capital y políticos. Para simplificar el debate, la dirección de la compañía representará la *oferta de información* específica de la empresa, y los accionistas (sin conocimientos) representarán la *demanda de la información* específica de la compañía.

La incertidumbre sobre el efecto de las fluctuaciones macroeconómicas en el rendimiento empresarial y la competitividad se detallará aquí como un problema de comunicación entre la dirección y los accionistas de una compañía. En el peor de los casos, la incertidumbre podría incluso aplicarse a la dirección y a la junta si no han dedicado suficiente atención y esfuerzo a analizar el efecto distorsionado de los factores macroeconómicos en el rendimiento real y la competitividad de la compañía. En este caso –que por desgracia parece ocurrir con demasiada frecuencia– no hay mucho de qué informar a los accionistas. En el mejor de los casos, puede emitirse un aviso sobre los efectos que podrían producirse. En el peor, los informes pueden (involuntariamente) despistar a los accionistas.

En el mundo integrado económica y financieramente de hoy en día, es difícil señalar un ejemplo de una compañía que *no* se vea afectada por los desarrollos económicos mundiales. La teoría financiera es cínica y señala muchas posibilidades para que la dirección utilice los efectos de las fluctuaciones macroeconómicas en su propio beneficio. Independientemente de la estrategia de comunicación, equivale a una prevaricación si un presidente de la junta (supervisora) no pide a la dirección un análisis detallado del rendimiento de la compañía, con las fluctuaciones macroeconómicas filtradas. En otras palabras, toda empresa debería tener datos completos que reportar.

## Transparencia expresada por los estándares de contabilidad

Supongamos que la dirección ha realizado un análisis adecuado. ¿En qué medida debería la empresa compañía comunicar sus resultados a los accionistas mediante comunicados de prensa y documentación? ¿Qué información busca el accionista “informado”? ¿Qué debería considerarse como “transparencia óptima” en la información que una compañía revela a los accionistas? La implementación de la IFRS en Europa puede verse como la representación de un poder por parte de la demanda de este intercambio de información. De hecho, abandonar la tradición de la demanda de información sobre el efecto de los factores macroeconómicos puede discernirse en Europa en la revisión de 1997 de la Norma Internacional de Contabilidad 1. El párrafo 8 de este estándar *anima* a las empresas a presentar un análisis del efecto de este entorno operativo externo en su rendimiento. La norma aconseja a las compañías señalar estos factores y determina lo amplios que serían sus efectos en el rendimiento; además, se exige a las empresas que describan qué estrategia utilizarán para gestionar los riesgos adheridos a estos factores. Como ocurre a menudo con las reglas y recomendaciones fuertemente influidas por grupos de presión, los resultados fueron menos impactantes de lo esperado.

El hecho de que un análisis cuantitativo de los efectos no se requiriera explícitamente explica la débil respuesta a la implementación de esta norma en cuanto a una transparencia mejorada. Un estudio de las industrias globales de la automoción y el papel muestra que las “recomendaciones” en la mayoría de los casos resultaron en meras explicaciones de tipo generalizado: el desarrollo “desfavorable” de las tasas de cambio importantes ha tenido un efecto negativo en el rendimiento (Oxelheim, 2003). Hubo, como mucho, una mención *ad hoc* de una o dos variables macroeconómicas. En cuanto a la magnitud del efecto en el rendimiento –en los pocos casos en las que se mencionaron realmente las variables– no se han proporcionado cifras, describiendo solo que el efecto podría ser grande, pequeño o insignificante. Mencionar meramente las variables como varias categorías y luego hablar de efectos grandes o pequeños puede verse como una simple “excusa” para justificar un resultado pobre, lo cual carece de valor informativo para un accionista interesado en las perspectivas de la compañía. En resumen, ninguna de las 62 empresas del estudio proporcionó información que pudiera permitir a un accionista externo sacar conclusiones en cuanto a la “sostenibilidad” de su rendimiento, después de que se haya filtrado el efecto de las fluctuaciones macroeconómicas.

### *El efecto potencial de la IFRS/IAS 1*

IAS 1, tal y como se formuló en la IFRS y se implementó en 2005 en la UE, contiene “recomendaciones” similares a las mencionadas, aunque más débiles. Ya no se anima explícitamente a las empresas a ofrecer información; en lugar de ello, el Párrafo 9 (comparable con el Párrafo 8 de IAS 1997 rev.) sugiere la práctica mencionando que muchas compañías ofrecen la información detallada anteriormente. Por otro lado, el Párrafo 116 establece claros *requisitos* para esta información. La empresa debe comunicar los detalles de sus supuestos más importantes para el futuro y describir otros factores de incertidumbre que pueden ser relevantes para los activos y pasivos en los próximos años. Los Párrafos 117-124 ofrecen directrices más detalladas, pero también dan lugar a excepciones. El Párrafo 120 debería verse como la incorporación más importante. Especifica que la información referenciada en el Párrafo 116 debe suministrarse de modo que ayude al lector de las declaraciones financieras a entender la evaluación del futuro de la dirección, su visión de varias fuentes de incertidumbre en la economía y su evaluación del efecto. Las expectativas de la distribución de información mejorada pasaron a desvalorizarse de algún modo en el Párrafo 121; que, sin embargo, mantiene que no es necesario ofrecer información presupuestaria o predicciones del conjunto de requisitos en el Párrafo 116. La debilidad mantiene que no hay un requisito explícito para la evaluación *cuantitativa* de los efectos.

### *¿Qué ha supuesto la IFRS en la transparencia de las compañías europeas?*

En nuestro estudio de las 80 mayores compañías europeas en el proceso de aplicar la IFRS, descubrimos que ni una sola de ellas proporcionó información en 2007 que ayudase a los participantes externos a evaluar el rendimiento intrínseco de la compañía después de haber considerado (filtrado) el efecto de los cambios en el entorno macroeconómico. En cuanto a los tres principales pilares de la IFRS –la descripción de las variables macroeconómicas más relevantes de una empresa, su efecto y un detalle de la política de la compañía para gestionarlas– se encontraron los siguientes cambios en las 80 empresas europeas entre 2000 (es decir, antes del primer esbozo de la IFRS) y 2007 (es decir, tras la introducción de la IFRS). El estudio se basa en las cuentas anuales para 2001 y para analizar la información proporcionada por los informes anuales, utilizamos las cuatro siguientes categorías (dos no cuantitativas y dos cuantitativas) para poner un foco de luz adicional en el estado actual de la transparencia corporativa:

1. *Respuesta no cuantitativa 1*: sin especificación de las variables macroeconómicas, la magnitud de su influencia o las estrategias para gestionarlas.
2. *Respuesta no cuantitativa 2*: las variables, la magnitud de su influencia y las estrategias se dan en términos generales, pero sin mucha información detallada (es decir, el informe continúa de modo que se ha convertido en el más común actualmente). Las explicaciones típicas son: "Las fluctuaciones de la moneda han influido negativamente en los resultados para el período" o "Los niveles de tasas de interés más bajos han tenido una influencia positiva en el resultado".
3. *Respuesta cuantitativa 1*: el hecho de dar parte, pero no toda, la información sobre las variables más significativas, la magnitud de su influencia y las estrategias adecuadas para gestionar estas variables. Esta alternativa es indudablemente un paso en la dirección adecuada, siempre y cuando la información facilitada sea correcta. Pero si solo se da un coeficiente, el coeficiente para esta variable debería estimarse considerando su relación con otras variables relevantes no consideradas correctas. Además, en caso de que haya más de una variable relevante (no registrada), la información proporcionada bajo esta alternativa es insuficiente como una base para eliminar el ruido de las ganancias históricas y evaluar las perspectivas de rendimiento reales de la empresa.
4. *Respuesta cuantitativa 2*: La respuesta más satisfactoria a los estándares propuestos en IAS 1 párrafo 9 es una especificación completa de las variables macroeconómicas significativas, los coeficientes de sensibilidad para estas variables estimados en un marco multivariado, y la estrategia de la compañía para gestionar fluctuaciones en estas variables en el pasado y en el futuro. La publicación de esta información es congruente con el contenido de información del resultado de un análisis MUST, que se describe brevemente en la próxima sección.

El análisis muestra que más de la mitad de las empresas (44 de 80) mejoraron su transparencia (pasando a una categoría superior que la especificada arriba) identificando en su informe anual *las variables macroeconómicas más importantes*. Esto se produjo, sin embargo, parcialmente. Dado que 44 de cada 80 empresas registraban estas variables, el 85% de las compañías eran parcialmente transparentes sobre a qué variables están expuestas. El 4% (3 de cada 80) redujo su transparencia en el período.

A pesar de todo la mejora es baja en términos de revelación del *efecto de las variables macroeconómicas* en el rendimiento corporativo. Solo el 26% de las

empresas (21 de cada 80) pasó de información no útil (1 o 2) a información parcial (3). Otro 11% (9 de cada 80 empresas) ya ofrecían información parcial antes de 2000. Así, solo aproximadamente un tercio de las compañías ofrecían una medida (parcial) de su vulnerabilidad a los cambios en su entorno macroeconómico. El 5% redujo su transparencia en el período.

Casi el 50% (37 de cada 80) de las compañías mejoraron (de información no útil a parcial) su revelación de *las estrategias para gestionar las variables macroeconómicas*. El 24% ya practicaba una revelación parcial antes de 2000, lo que significa que el 70% de las empresas ofrecieron información parcial (3) en 2007. El 4% (3 de cada 80) redujo su transparencia en el período.

Parece (pruebas de McNemar) que las empresas mejoran, proporcionando información parcial (3) aunque no completa (4) sobre las variables macroeconómicas relevantes y estrategias para gestionar estas variables. Sin embargo, no se encuentra un apoyo tan importante para una transparencia mejorada en relación con el efecto macroeconómico sobre la empresa. Ninguna de las 80 compañías de la muestra proporcionó una revelación completa, es decir, la publicación de información que permita a una parte interesada externa entender cómo se desarrolla la competitividad intrínseca en un entorno macroeconómico turbulento. Además, cuando se proporcionó información parcial, siempre fue incierto si esta información estaba generada en un contexto multivariado o estimada en un contexto uni-variado que no tenía en cuenta la interdependencia de la variable macroeconómica. Para resumir, el análisis del efecto de la IFRS en Europa no muestra mejoras en la transparencia de la vulnerabilidad de las compañías a los efectos macroeconómicos. Permanece a un nivel bajo insatisfactorio.

#### *¿La oferta de dicha información cumplirá con la demanda de la IFRS?*

¿Cómo sería la transparencia óptima desde el punto de vista de un accionista externo? Para el accionista, la transparencia óptima implica entender el rendimiento intrínseco o sostenible, es decir, el rendimiento que permanece una vez filtrado el efecto de las fluctuaciones macroeconómicas.

Por consiguiente, se necesita una clara identificación de qué variables macroeconómicas son las más significativas. Un accionista externo solo puede obtener esta información por medio de su propio análisis fundamental de las operaciones de la compañía. En la mayoría de los casos, sin embargo, existen vínculos entre diferentes partes de la empresa que a su vez reducen la posibilidad de que un accionista externo desarrolle eficazmente este análisis sin el respaldo de la compañía.

Una vez estén disponibles las variables más importantes, el accionista desea entonces los coeficientes que describen qué efecto tendría sobre el rendimiento un cambio inesperado en la variable respectiva. Para cubrir esta demanda, la compañía debe realizar un análisis para que los coeficientes estén disponibles en un formato en el que estén libres de los efectos relacionados con otras variables macroeconómicas identificadas. Armado con este conocimiento, el accionista externo puede entonces formar una opinión sobre la magnitud de la exposición al riesgo de la compañía. Finalmente, el accionista quiere información sobre qué política de riesgo practica la empresa y pretende practicar.

La cuestión sigue siendo si IFRS e IAS 1 en su actual forma pueden conducir a una transparencia óptima respecto a la importancia de las variables macroeconómicas para el desarrollo del beneficio "sostenible" y la competitividad intrínseca de las compañías. ¿Lo verán las compañías como óptimo para satisfacer la necesidad de información del accionista externo? Sería, sin duda, demasiado delicado en algunos sectores ofrecer información completa sobre la vulnerabilidad a los cambios en el entorno macroeconómico. Esto podría aplicarse, por ejemplo, a empresas con productos estándares y precios de mercado mundiales, es decir, que tienen posibilidades muy limitadas de compensar las fluctuaciones macroeconómicas inesperadas (en inglés se conoce como *pass-through*) cambiando los precios de sus productos.

Además de las decisiones de empresas individuales, el dilema del legislador - que muchos grupos de interés deben aprobar la legislación- también supone un obstáculo. Las grandes compañías aprovecharán su influencia y negociarán un nivel de transparencia que sea ventajoso para ellas, más que para los accionistas. Existe una interpretación más conspiradora además de esta interpretación "suave" del poder para controlar la legislación; destaca el problema del agente principal, en el que los políticos, como agentes, tienen interés por retener el poder para obtener beneficios personales haciéndolo (Fisman, 2001). Esta pincelada señala cómo un gobierno puede hacer su aportación para mantener una débil cultura de contabilidad. Además de la interpretación más conspiradora, otras consideraciones han desembocado en hacer de la IFRS una colección de estándares que no refleja la transparencia óptima desde la perspectiva del accionista. Dirigirse a la transparencia óptima desde la perspectiva de los accionistas externos sería necesario para mejorar las partes relevantes de la IFRS (Párrafo 9 y 116 de IAS 1) añadiendo un requisito obligatorio explícito de información cuantitativa.

## **Análisis must y necesidades de información del accionista**

La información demandada por los accionistas –tal y como expresa la IFRS, pero de forma cuantitativa– debería incluirse en el apoyo a las propias decisiones de la dirección como el resultado del análisis de estrategia de incertidumbre macroeconómica (MUST) (Oxelheim and Wihlborg, 2008b). El análisis MUST ofrece exactamente la información que los accionistas necesitan para evaluar el rendimiento futuro de la compañía, su valor, logros de gestión y si estos logros merecen ser recompensados con bonos.

### *Análisis MUST y disponibilidad de la información*

El análisis MUST comienza con un análisis fundamental mediante el cual se identifican variables macroeconómicas relevantes para la empresa individual como respuesta a un conjunto de cuestiones como:

1. ¿Dónde produce la empresa?
2. ¿Dónde realiza sus inversiones?
3. ¿En qué mercados vende la compañía sus bienes y servicios?
4. ¿Cuáles son los competidores más importantes?
5. ¿Dónde producen estos competidores?
6. ¿Dónde realizan sus inversiones?
7. ¿En qué mercados venden estos competidores?
8. ¿En qué divisas están los pasivos e inversiones financieras de la empresa?

Aplicar un conjunto de cuestiones comparable a los grandes competidores es una parte importante del análisis fundamental. Pero son demasiadas las empresas las que solo detallan las divisas que aparecen en sus propias cuentas, ignorando los efectos indirectos de las variables macroeconómicas que producen sus competidores. Otra dimensión importante del análisis se refiere al efecto sobre la demanda resultante de las fluctuaciones de las tasas de interés; esto último no debería considerarse solo por su efecto en el coste de los préstamos o la rentabilidad de las inversiones financieras. La mayoría de las compañías tienen una exposición de la tasa de interés comercial sin prestar ninguna atención.

Una vez identificadas todas las variables que ejercen una influencia potencial en el rendimiento corporativo, el siguiente paso es examinarlas para descubrir cuáles tiene el mayor impacto. Identificar las variables más importantes dentro del marco de una técnica multivariada constituye una parte vital del

análisis MUST; ciertamente es crucial para tener en cuenta el hecho de que las variaciones de los tipos de cambio, las modificaciones de la tasa de interés y las alteraciones de precios (inflación) se interrelacionan mediante una serie de relaciones de equilibrio. Aplicar un análisis de regresión múltiple nos permite obtener coeficientes de sensibilidad para el efecto parcial sobre el rendimiento. Estos coeficientes nos dirán el efecto sobre el rendimiento de un cambio inesperado del uno por ciento en cada variable identificada, es decir, el neto del efecto de otras variables identificadas.

Con la ayuda de este procedimiento, la dirección puede "filtrar" influencias temporales desde el entorno macroeconómico. Lo que queda después de filtrar es la medida que debería utilizarse en el proceso de toma de decisiones de la empresa, y que consiste en una parte importante de las necesidades de información de los accionistas.

Un análisis MUST también ayuda a identificar la exposición de la compañía a los riesgos macroeconómicos indicando la magnitud de las influencias macroeconómicas y, por tanto, la incertidumbre sobre su impacto futuro. Esto puede destacar la necesidad de una estrategia de gestión del riesgo. Los coeficientes de exposición tradicionales son estáticos y limitados y pueden ser directamente desorientadores en el proceso de toma de decisiones. Un análisis MUST contribuye, por tanto, a una mejor concienciación del riesgo realizando una recogida de coeficientes de exposición disponibles (los mencionados anteriormente), que simplemente pueden convertirse en contratos de cobertura de los mercados financieros. Notificar estos coeficientes ayuda al accionista no solo a filtrar los resultados registrados y a llevar a cabo análisis de la situación, sino también a entender la exposición al riesgo de la compañía.

Puede haber una escasez de datos relevantes para algunas empresas, por lo que el análisis multivariante sería imposible. Estos problemas se producen en compañías que acaban de empezar su actividad empresarial, por ejemplo, o entre las que han cambiado recientemente su plataforma empresarial. Sin embargo, la existencia de problemas de estimación no implica que la compañía deba volver a los modos tradicionales de no ofrecer información. En su lugar, debería seguir el marco descrito aquí y proveer a las partes interesadas un informe de las influencias macroeconómicas sobre el rendimiento evaluando y actualizando los coeficientes sensibles mediante la información disponible internamente. El análisis del caso puede ser una forma de avanzar hasta que haya suficientes datos para elaborar un análisis multivariante.



*Transparencia óptima para accionistas – un ejemplo*

El informe externo que ofrece el resultado de un análisis MUST cumple la demanda para una transparencia óptima desde la perspectiva de los accionistas. La cuantificación es también necesaria para que la IFRS surta efecto. El siguiente es un ejemplo sencillo que muestra lo que debería incluir esta parte del informe externo. El ejemplo contiene una predicción para el rendimiento en el próximo período, pero es igualmente ilustrativo para una situación sin una predicción.

Suponga que el análisis fundamental, descrito brevemente más arriba, ha resultado en un número limitado de variables macroeconómicas que podrían afectar potencialmente al rendimiento de una empresa española. Las tres variables más importantes en nuestro ejemplo son: la tasa de cambio euro/dólar estadounidense, la tasa de interés a corto plazo en EE.UU. y los precios de productores en Japón. Una depreciación del euro frente al dólar estadounidense tendría un efecto positivo en el rendimiento de la compañía española, al igual que un aumento en las tasas de interés reduciría el rendimiento. Los precios de productor más altos en Japón influirían positivamente en el rendimiento de la empresa.

La parte cuantitativa del análisis MUST también nos ha proporcionado coeficientes de sensibilidad/vulnerabilidad de cada una de estas tres variables individuales. Los coeficientes, que se estiman en un marco multivariado, miden la variación en el “rendimiento” resultante de un cambio inesperado de un punto porcentual en la variable macroeconómica respectiva. La tercera columna de la Tabla 1 muestra la magnitud de los coeficientes.

**Tabla 1.** Ejemplo de transparencia óptima con respecto al efecto macroeconómico sobre el rendimiento

<b>Predicción:</b> El rendimiento aumentará el próximo trimestre en un 13 por ciento en comparación con el trimestre precedente. Los efectos estacionales representan 3 puntos porcentuales de ese aumento. La política de la compañía es no trabajar con operaciones de cobertura de ningún tipo en mercados financieros externos.		
<b>Variables identificadas</b>	<b>Predicción basada en las siguientes suposiciones</b>	<b>Coefficiente de sensibilidad: el aumento de un punto porcentual en comparación con el cambio anticipado afectará al rendimiento en un</b>
<b>Euro/dólar estadounidense</b>	2%	2%
<b>Tasa a corto plazo en EE.UU.</b>	1%	-3%
<b>Precios de productor en Japón</b>	1%	3%

Dado que ofrecemos una predicción en este ejemplo, necesitamos incluir las suposiciones utilizadas en esta predicción (Columna 2) como entrada dentro del marco de transparencia óptima. Dada la información en la tabla, los accionistas pueden calcular por sí mismos el efecto de un caso diferente del presentado por la dirección. Algo puede haber ocurrido que hace que el ejemplo de la dirección quede obsoleto; en ese caso, los accionistas pueden desarrollar uno nuevo.

A continuación, se presenta un análisis del caso de la dirección de la empresa: se espera que el efecto macroeconómico sea  $[2 \times 2 + 1 \times (-3) + 1 \times 3] \% = 4\%$ . Las suposiciones de crecimiento inherentes en la predicción son por tanto  $[13 - 4 - 3] \% = 6\%$ .

Equipados con la transparencia ofrecida por la tabla, los accionistas ya pueden calcular el efecto de su propio caso. Nuestro accionista sabrá por tanto el resultado en un supuesto en el que el euro se deprecie en 4 puntos porcentuales frente al dólar estadounidense (en comparación con la suposición de la dirección de una depreciación del 2 porcentual), la tasa a largo plazo en EE.UU. se reduzca un punto porcentual (en comparación con un aumento del 1 porcentual) y los precios de productor en Japón asciendan en 2 puntos porcentuales (en comparación con la suposición de la dirección de aproximadamente un aumento del 1 por ciento). Con la ayuda de los coeficientes de sensibilidad de la tercera columna, podemos calcular el efecto en el resultado dentro de las nuevas suposiciones macroeconómicas. El rendimiento esperado en este nuevo caso supondría un aumento de  $[4 \times 2 + (-1) \times (-3) + 2 \times 3 + 6 + 3] = 26\%$  respecto al período anterior.

Supongamos que el aumento real en el rendimiento fue del 16% cuando los desarrollos macroeconómicos resultaron ser exactamente los supuestos por el accionista. Cuando se compara sin más análisis con la predicción original del 13%, los 3 puntos porcentuales adicionales de crecimiento podrían interpretarse como un indicativo de competitividad mejorada. Pero a pesar de que la predicción macroeconómica del accionista demostró ser correcta, el análisis del resultado indicó que el crecimiento debería haber sido del 26% basándose en el desarrollo real de las variables macroeconómicas relevantes. Así, la compañía no solo ha perdido su objetivo de crecimiento, sino que de hecho ha experimentado un crecimiento negativo. Su rendimiento intrínseco y competitividad han caído.

La dirección, por tanto, no disfrutaría de los beneficiarios de una mejora inesperada en el rendimiento –una mejora que podría justificar, sin necesidad de un examen más exhaustivo, unos bonus más altos, aumentos en los salarios y mayores dividendos–, y, en su lugar, estaría obligada a ofrecer una explicación. Esto podría ser una explicación sencilla; algunos competidores, por ejemplo, podrían haber desarrollado una sólida campaña de marketing durante el período correspondiente. Si no se ofrece una explicación aceptable, sin embargo, se requeriría que la dirección describiese cómo planea gestionar esta señal de competitividad reducida. Además, debería proporcionarse información sobre cómo reobtendrá la compañía su competitividad perdida, quizás aumentando el respaldo a innovaciones en productos y en el proceso de producción, por ejemplo. Claramente, la transparencia de este tipo da a las partes interesadas externas una mejor posibilidad para analizar y luego formar una opinión sobre cómo se gestiona una compañía. La mayor transparencia prepara el camino para un diálogo mejorado entre el capital y el agente –los accionistas y la dirección– que debería dar como resultado un coste de agencia y una prima de riesgo menores. Además, proporciona a políticos y reguladores una visión sobre el efecto de los cambios de política en los grandes agentes del mercado.

### **Conclusiones sobre la transparencia del rendimiento empresarial y el crecimiento económico a escala macroeconómica**

Nuestro análisis de la implementación de IFRS en Europa indica para los años comprendidos entre 2005 y 2007 que el nivel de transparencia relativo al efecto macroeconómico en el rendimiento empresarial continúa a un nivel que no cubre la demanda de información de las partes interesadas externas. En el mejor de los casos, las declaraciones financieras incluyen un coeficiente o dos de sensibilidad. En la mayoría de los casos, el efecto de las variaciones en la tasa de cambio se notifica mediante una suma global basada en la suposición de tasas de cambio iguales. El efecto de las modificaciones de la tasa de interés en las operaciones empresariales simplemente no se menciona.

Vista desde la perspectiva de un accionista externo, la situación en Europa tras un par de años con la IFRS puede distar de la transparencia óptima; el comité no ha dado al asunto en cuestión la prioridad que se merece, y la dirección simplemente no tiene información más sofisticada para notificar que la que estamos viendo actualmente en los balances. Otra explicación podría ser que las empresas consideran que la transparencia óptima no revela demasiado de su vulnerabilidad a los competidores, una posición que es por extensión con-

sistente con la transparencia óptima desde la perspectiva de los accionistas. En este caso, los accionistas deben depender de la dirección, con lo que no tendrán un mejor conocimiento. Sin embargo, la confianza total en la dirección y la visión de la compañía como una “caja negra” parecen poco realistas. La falta de transparencia también en este caso hará aumentar una prima de riesgo y, con el tiempo, reducir las inversiones.

A escala mundial, sin embargo, vemos muchas indicaciones de que la revelación de información está acercándose a lo que los accionistas necesitan y demandan de acuerdo con la Tabla 1 anterior. Estos indicadores (estimulados por la velocidad de desarrollo de la tecnología de la información y la actual crisis financiera) son: a) la aplicación de la IFRS y esfuerzos similares; b) la mayor competencia del analista financiera; c) la disponibilidad de los análisis MUST y enfoques analíticos similares; d) un mayor interés en la Value Based Management (VBM), que destaca la necesidad de separar el valor creado por factores temporales desde el valor “sostenible”; e) una mayor demanda dentro de los bancos e instituciones financieras de más información para la evaluación del riesgo en línea con Basilea 2; f) una mayor atención a la exploración medioambiental que requiere información adecuada para el análisis del escenario; g) más fusiones y adquisiciones transfronterizas en un mundo integrado con una mayor demanda de información sobre la sensibilidad de las fluctuaciones macroeconómicas; h) una mayor atención a la información sobre la vulnerabilidad a las fluctuaciones macroeconómicas para cotizar en bolsas de valores internacionales; y i) las nuevas reglas frente a información selectiva adoptadas por las Comisiones del mercado de valores en octubre de 2000, que aumenta la importancia de presentar el efecto de las fluctuaciones macroeconómicas mediante canales de contabilidad tradicionales, como el informe anual en un formato exhaustivo.

Es importante para las partes interesadas externas, ya sean accionistas, analistas o acreedores, conocer el rendimiento sostenible de una compañía y por tanto su competitividad y capacidad para sobrevivir. A escala nacional, la mayor transparencia debería ser una preocupación clave para los políticos de un país, ya que puede esperarse que una definición más precisa de información en línea con nuestro concepto de transparencia óptima conduzca a unos costes de agencia y primas de riesgo menores, mejor coste de capital, mayor inversión y mayor crecimiento económico.

## Referencias

- [1] BUSHMAN, R. M., PIOTROSKI, J. D., AND SMITH, A. J. (2004). What Determines Corporate Transparency. *Journal of Accounting Research* 42:2, pp. 207-252.
- [2] DELOITTE (2007). IFRS in your pocket 2007. <http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content//IFRSs%20in%20your%20pocket%202007.pdf>
- [3] FISMAN, R. (2001). Estimating the Value of Political Connections. *American Economic Review* 91, pp. 1095-1102.
- [4] FORSSBAECK, J. AND OXELHEIM, L. (2006). Transparency, Capital Formation and Economic Growth. In L. Oxelheim (ed.) *Corporate and Institutional Transparency for Economic Growth in Europe*. Oxford: Elsevier.
- [5] JENSEN, M. C. AND MURPHY, K. J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy* 98, pp. 225-264.
- [6] LEVINE, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature* 35, pp. 688-726.
- [7] MORRIS, S. AND SHIN, H.S. (2002). Social Value of Public Information. *American Economic Review* 92:5, pp. 1521-1534.
- [8] OXELHEIM, L. (1996). *Financial Markets in Transition – Globalization, Investments and Economic Growth*. London: Routledge and Thomson International Press.
- [9] OXELHEIM, L. (2001). Routes to Equity Market Integration - the Interplay between Politicians, Investors and Managers. *Journal of Multinational Financial Management* 11, pp. 183-211.
- [10] OXELHEIM, L. (2003). Macroeconomic Variables and Corporate Performance. *Financial Analysts Journal* 59:4, pp. 36-50.
- [11] OXELHEIM, L. (ed.) (2006). *Corporate and Institutional Transparency for Economic Growth in Europe*. Oxford: Elsevier.
- [12] OXELHEIM, L. (2008). EU-China and the non-transparent race of inward FDI. *Journal of Asian Economics* 19:4, pp 358-370.
- [13] OXELHEIM, L. AND RANDÖY, T. (2003). The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value. *Journal of Banking and Finance* 27, pp. 2369-2392.
- [14] OXELHEIM, L. AND WIHLBORG, C. (eds.) (2008a). *Markets and Compensation for Executives in Europe*. Oxford: Emerald Group Publishing.

- [15] OXELHEIM, L. AND WIHLBORG, C. (2008b). *Corporate Decision-making with Macroeconomic Uncertainty*. New York: Oxford University Press.
- [16] REESE, M., AND WEISBACH, M. (2002). Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-Listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings. *Journal of Financial Economics* 66, pp. 65-104.
- [17] VERRECCHIA, R. (2001). Essays on Disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 31/32, pp. 97-180.

# E El nuevo modelo de informe anual de gobierno corporativo español: implicaciones prácticas

**Luis Ferruz<sup>1</sup>**, *Catedrático de la Universidad de Zaragoza en el Departamento de Contabilidad y Finanzas (Área: Economía Financiera y Contabilidad). Autor de más de un centenar de publicaciones sobre temas financieros en revistas especializadas y diversos libros en editoriales nacionales e internacionales. Líneas actuales docentes e investigadoras: Dirección Financiera, Sistema Financiero Internacional, Diversificación Financiera Internacional, Eficiencia y diversificación en Carteras de Inversión (Fondos de Inversión y Planes de Pensiones), Gestión Financiera de Riesgos Financieros, Gobierno Corporativo.*  
lferruz@unizar.es

**Isabel Marco Sanjuán**, *Profesora Titular de la Universidad de Zaragoza en el Departamento de Contabilidad y Finanzas (Área: Economía Financiera y Contabilidad). Actualmente es Directora del Diploma de Especialización en Asesoría Financiera y Gestión de Patrimonios promovido por la Universidad de Zaragoza. Líneas actuales docentes e investigadoras: Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social de la Empresa.*  
imarcosa@unizar.es

**Isabel Acero Fraile**, *Licenciada en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad de Zaragoza. Como formación complementaria cabe destacar la realización del Diploma de Especialización en Asesoría Financiera y Gestión de Patrimonios, y la obtención del Diploma en Estudios Avanzados en Economía Financiera, en la Universidad de Zaragoza. Actualmente trabaja como Profesora Ayudante en la Universidad de Zaragoza y sus líneas actuales docentes e investigadoras están centradas en el Gobierno Corporativo y Consejos de Administración, Responsabilidad Social de las Empresas y Sector no Lucrativo y Gestión de las Organizaciones Multiculturales.*  
iacero@unizar.es

## Resumen

La publicación en España del último Código de Buen Gobierno en 2006 (Código Conthe), ha originado importantes cambios en el ámbito del gobierno corporativo. Recogiendo dichas modificaciones, la Circular 4/2007 de la CNMV,

<sup>1</sup> Los autores deseamos expresar nuestro agradecimiento por el apoyo financiero dispensado por el Ministerio de Educación y Ciencia por la concesión de los proyectos de investigación SEJ2006-04208 y ECO2009-09623, así como a la Universidad de Zaragoza por la concesión del Proyecto de Investigación UZ2008-SOC-12. Igualmente nos gustaría agradecer el contrato de investigación concedido por FUNDEAR, Fundación Economía Aragonesa.

propone un nuevo modelo de informe anual de gobierno corporativo (IAGC) de las sociedades anónimas cotizadas, que modifica el que estaba en vigor desde 2004. El objetivo del presente trabajo se centra en primer lugar en analizar las similitudes y diferencias entre ambos modelos reflexionando sobre el origen de los cambios observados y guiando a las sociedades sobre la nueva información que deben incorporar en sus informes anuales a partir de 2008. Asimismo, se reflexiona sobre si las modificaciones realizadas se encuentran en la línea correcta desde el punto de vista de los accionistas.

## **Palabras Clave**

Gobierno Corporativo, Informe Anual de Gobierno Corporativo, Código Unificado, Conthe, España.

Códigos JEL: M14, M48, O16, O38.

## **Abstract**

In Spain, the publication of the latest Code of Governance called Código Conthe in 2006, has given rise to important changes in the area of corporate governance. The Circular 4/2007 of CNMV incorporates these changes and it proposes a new model for the Annual Report about Corporate Governance (IAGC), modifying the document which was used previously. The purpose of this article is analysing the differences and the common aspects between both models, in order to show the cause of these changes and with the aim to guide the companies about the new information that they have to incorporate in theirs Annual Reports from 2008.

## **Key words**

Corporate Governance, Annual Report, Code, Conthe, Spain.

JEL Classification: M14, M48, O16, O38.



## Introducción

La preocupación por el buen gobierno, también denominado gobierno corporativo, ha sido el centro de atención tanto en el mundo empresarial como académico en los últimos años, tanto a nivel internacional [Cremers y Nair (2005), Dwivedi y Kumar (2005), Core et al. (2006), Hermes et al. (2006), Cheung et al. (2007), Dittmar y Mahrt-Smith (2007), McGunable (2007), Okike (2007), Reaz y Hossain (2007), Taliento (2007), Tipuric et al. (2007), etc.], como a nivel nacional [Fernández y Gómez (2002), Gispert y Ortín (2002), Salas (2002), Salas (2004), Banegas et al. (2006), Cuevas (2006), Fernández (2006), Rodríguez (2006), Urrutia (2006), Bilbao y Rua (2007), Calzada (2007), De la Cuesta (2007), etc.], como consecuencia principalmente de los diversos escándalos de índole financiera que han tenido lugar en las últimas décadas a nivel mundial.

La grave crisis económica y financiera vivida recientemente ha provocado la desaparición de grandes empresas de diversos sectores de actividad consideradas solo poco tiempo antes como estandartes empresariales y guías o referentes cuyos pasos seguir.

Las actuaciones y decisiones de sus afamados y admirados directivos, cuyas retribuciones eran generalmente muy elevadas y en ocasiones hasta escandalosas, que habían sido consideradas desde el exterior correctas e incluso ejemplarizantes, se tornaron de repente en dudosas, arriesgadas, avariciosas, egoístas e infundamentadas, creando un absoluto desconcierto social y una pérdida de confianza inigualable, incalculable tan solo unos pocos meses antes de los momentos en los que desaparecieron, casi sin que previamente hubieran saltado las oportunas alarmas que hubieran permitido su reconducción o la toma de las medidas oportunas para corregir su andanza con los niveles éticos mínimos necesarios que debe guiar a toda empresa por distinto que sea su objeto social.

Estos hechos han propiciado una proliferación de los denominados Códigos de Buen Gobierno, los cuales recogen recomendaciones en materia de gobierno corporativo para las sociedades.

No obstante, a pesar de la creciente preocupación sobre el buen gobierno en los últimos años, es necesario señalar que el problema de gobierno corporativo no es un problema actual, ya que tiene su origen en el denominado problema de agencia recogido ya por Adams Smith (1776) en "La Riqueza de las

Naciones" o por Berle y Means (1932), quienes pusieron de manifiesto la dificultad de los accionistas para ejercer un control efectivo sobre los gestores. El clásico conflicto de agencia, derivado de la dicotomía entre los objetivos de los propietarios y de los gestores, que surge por la separación entre la propiedad y el control en las grandes sociedades, provoca que los gestores al estar motivados por incentivos que pueden ser no totalmente coincidentes con los de los propietarios, busquen actuaciones que maximicen su propia utilidad pero que no necesariamente tienen que generar un mayor valor para los accionistas.

Los altos gestores, a los que Galbraith (1972) denomina "tecnoestructura", pueden tener sus propios objetivos, el problema es que estos no tienen por qué coincidir con el interés general o con la búsqueda de la maximización del valor de la empresa.

Jensen y Meckling (1976) entienden que el principal (los accionistas) solo se asegurará de que el agente (los gestores) servirá a sus intereses si este último es incentivado (acciones, opciones, participaciones en beneficios relacionados con el resultado que obtienen los accionistas) y controlado (auditorías, limitaciones a su autonomía, revisión de retribuciones y gastos...).

Ante esta situación y tal y como señala Biswas (2008) existen diversos mecanismos de control tanto a nivel interno (consejo de administración, estructura de propiedad...) como a nivel externo (mercado de control corporativo, mercado de trabajo de los directivos...) que tratan de solucionar los posibles conflictos de intereses que pueden surgir entre gestores y propietarios ayudando a estos últimos a poder controlar la gestión realizada por sus agentes.

Asimismo, buscando mejoras en el bienestar de la sociedad, se produce en muchos países la intervención del Estado para delimitar determinadas "reglas de juego" que incentiven las actividades encaminadas a perseguir el bien común. En este contexto, una de las alternativas más extendida actualmente son las recomendaciones recogidas en los Códigos de Buen Gobierno, ya que las pautas de gobierno corporativo establecidas en los mismos actuarán como mecanismos que permitan a los inversores externos protegerse ante las decisiones de los agentes internos.

La mayoría de los Códigos de Buen Gobierno (Gobierno Corporativo de las Sociedades Cotizadas de 2003 de Francia, el Código Tabaksblat de 2003 de Holanda, el Código Lippens de 2004 de Bélgica, el Código Combinado de 2006

de Reino Unido, etc.)<sup>2</sup>, plantean una serie de recomendaciones sobre las que se sugiere que se informe sobre el grado de cumplimiento de las mismas, indicando si se cumplen o no en la organización teniendo que explicar los motivos del no-seguimiento en el caso de que no se cumplan (principio “comply or explain”). A este respecto, Ferruz et al. (2010) ponen de manifiesto las grandes similitudes y diferencias que se recogen en los diferentes códigos existentes, tanto los de los países europeos más representativos como los emanados por distintas instituciones y organismos internacionales, planteando la necesidad de que estas recomendaciones sean tuteladas de forma global y convergente por un organismo con poder transnacional que imponga unos criterios comunes para delimitar formas de actuación “éticas” aceptadas a nivel global, y comunes internacionalmente para fomentar la transparencia, comparabilidad y buen hacer mundial.

Como consecuencia, algunos Códigos como los españoles (Informe Aldama de 2003 e Informe Conthe de 2006) sugieren a las sociedades que elaboren un Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC) en el que deben indicar si cumplen o no las recomendaciones propuestas en el Código y deben explicar las razones del no-seguimiento en los casos en los que corresponda.

En España, tras el Informe Aldama, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) propuso la elaboración de un IAGC a través de la Circular 1/2004. No obstante, con la aparición del Código Conthe en 2006, se han incluido algunas modificaciones en materia de gobierno corporativo, por lo que ha surgido la necesidad de modificar el formato anterior del IAGC. De este modo, la Circular 4/2007 de la CNMV propone un nuevo modelo de IAGC que contempla algunas diferencias con el informe anterior.

En este contexto, el objetivo del trabajo es doble. Por un lado, realizar una comparativa de ambos Informes Anuales de Gobierno Corporativo (el propuesto en la Circular de 2004 y el nuevo modelo de la Circular de 2007), analizando las similitudes y diferencias que presentan, justificando el motivo de los cambios. No hay que olvidar que las sociedades cotizadas españolas están obligadas a presentar el IAGC, por lo que resulta interesante a nivel práctico, que las compañías conozcan las principales diferencias existentes en comparación con el modelo anterior, para facilitar la elaboración del mismo. Y por otra parte, analizar si las medidas introducidas en el nuevo modelo de los IAGC van en la dirección correcta desde el punto de vista de los ac-

<sup>2</sup> Se hace referencia a estos Códigos a modo de ejemplo pero existe un gran número de Informes similares y más recientes a nivel internacional. En Ferruz et al. (2010) se hace una revisión de los más importantes.

cionistas haciendo convergentes y más controlables las actuaciones de los gestores encaminadas a actuar como fieles agentes de los intereses de la propiedad de la empresa.

Para alcanzar los objetivos anteriormente señalados se ha estructurado el trabajo en los siguientes apartados. En primer lugar se realiza una revisión de las recomendaciones sobre buen gobierno elaboradas en España en los últimos años, con el fin de exponer el contexto en el cual se enmarca la elaboración de los IAGC. A continuación, en el tercer apartado, se realiza el estudio propiamente dicho, analizando las similitudes y diferencias entre ambos informes, señalando al mismo tiempo las implicaciones de dichas modificaciones para los accionistas. Asimismo, se incorpora un breve epígrafe en el que se analiza el grado de cumplimiento de las recomendaciones sobre gobierno corporativo por parte de las sociedades españolas cotizadas. Por último, se cierra el trabajo con el apartado de conclusiones, en el cual se exponen los cambios hallados tras el estudio acompañado de un análisis de los mismos, indicando finalmente las referencias bibliográficas utilizadas.

## Contexto normativo en España

### *Del Informe Olivencia de 1998 a la Comisión Aldama de 2003*

En España, la evolución en el área del gobierno corporativo ha estado marcada por la transición de los diferentes Códigos de Buen Gobierno que se han sucedido en la última década, desde el Informe Olivencia en 1998 hasta el Código Unificado (Informe Conthe) de 2006, pasando por la Comisión Aldama en 2003.

El Informe Olivencia proporcionó una serie de recomendaciones de carácter voluntario en materia de gobierno corporativo, con el objetivo de que las sociedades se comprometieran a su cumplimiento e informaran a los mercados sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones recogidas en el Código. No obstante, al carecer de un modelo único de información, se generó una falta de transparencia hacia los inversores y los mercados, ya que la información que llegaba a ellos resultaba en muchos casos insuficiente y difícil de comparar con la proporcionada por otras entidades. Este hecho generó que la Comisión Aldama en 2003 mostrara especial atención al problema de la transparencia: *“la recomendación en este punto es que se extiendan los deberes de información sobre las estructuras y prácticas de gobierno de cada sociedad y, en general, que se adopten medidas para asegurar la mayor calidad de la información”* (Pág. 13 Informe Aldama).

En este sentido, la Comisión Aldama señaló varios puntos sobre los que las sociedades cotizadas deberían informar en materia de gobierno corporativo: estructura de propiedad de la sociedad, estructura de la administración de la sociedad, operaciones vinculadas y operaciones intragrupo, sistemas de control del riesgo y funcionamiento de la Junta General. Dicha información debería recogerse periódicamente<sup>3</sup> en un documento único, que según la Comisión podría denominarse “informe anual de gobierno corporativo”. Asimismo, la Comisión Aldama consideró que *“la estructura de este informe –como la de las cuentas anuales– podría ser objeto de alguna forma de regulación para que su presentación sobre bases homogéneas facilite a los inversores su evaluación y seguimiento”*.

En este sentido, la propuesta del Informe Aldama de mejorar la transparencia de las sociedades en materia de gobierno corporativo, dio lugar a diferentes modificaciones en el contexto normativo español, la primera de ellas, es la aparición de la Ley 26/2003.

Esta Ley, conocida como Ley de Transparencia, modificó la Ley 24/1988, estableciendo en el artículo 116 titulado “Del informe anual de gobierno corporativo”, la obligación para todas las sociedades anónimas cotizadas, de elaborar y publicar anualmente un informe de gobierno corporativo, cuyo contenido mínimo debe recoger al menos: la estructura de propiedad de la sociedad, la estructura de la administración de la sociedad, las operaciones vinculadas, los sistemas de control del riesgo, el funcionamiento de la junta general y el grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo.

Tras la Ley 26/2003 que establece la obligación de presentar un informe anual de gobierno corporativo, la Orden ECO/3722/2003 detalla los contenidos mínimos y la estructura que debe presentar de forma obligatoria el IAGC, entendiendo que dicho informe es *“un documento cuya finalidad es recoger una información completa y razonada sobre las estructuras y prácticas de gobierno en cada sociedad que permita conocer los datos relativos a los procesos de toma de decisiones y todos los demás que revelen aspectos importantes del gobierno societario, con objeto de que el mercado, los inversores y los accionistas puedan hacerse una imagen fiel y un juicio fundado de la sociedad”*. No obstante, la anterior Orden se complementa con la Circular 1/2004, de 17 de marzo de la CNMV, a través de la cual la CNMV detalla el contenido y la estructura del IAGC de las sociedades anónimas cotizadas y de otras entidades emisoras de valores

<sup>3</sup> En el documento original de la Comisión Aldama se incluye el término “periódicamente” sin especificar dicha periodicidad.

admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, así como el contenido mínimo de información que debe mostrarse en las páginas web de las sociedades anónimas cotizadas.

### *Código Unificado (Código Conthe) de 2006*

Tras la publicación del Informe Olivencia en 1998 y la Comisión Aldama en 2003, se presentó en 2006 el Código Unificado de Buen Gobierno, resultado del trabajo realizado por el Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas dirigido por Manuel Conthe, centrado en armonizar y actualizar las recomendaciones anteriores de los Informes Olivencia y Aldama.

El Informe Conthe recoge 58 recomendaciones de buen gobierno con el objetivo de eliminar las discrepancias que pudieran existir respecto a las políticas de buen gobierno y aunar así las recomendaciones realizadas por los Informes Olivencia y Aldama.

Como consecuencia de la aprobación, por parte del Consejo de la CNMV en mayo de 2006, del Código Unificado de Buen Gobierno (Código Conthe)<sup>4</sup>, surge la necesidad de realizar ciertas modificaciones en el contenido del IAGC presentado por las organizaciones anualmente, para poder aplicar algunas de las recomendaciones establecidas en el Código Unificado. Así, tal y como recoge la Circular 4/2007, de 27 de diciembre de la CNMV, *"la aplicación del Código Unificado obliga a introducir algunas modificaciones y nuevos apartados en el modelo de informe"*.

Por ello, mediante esta Circular, se sustituye el modelo de IAGC recogido en el anexo I de la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la CNMV. Asimismo, la Circular indica que para su cumplimentación deberá tenerse en cuenta el Código Unificado de Buen Gobierno en los informes que las sociedades anónimas cotizadas presenten a partir del 1 de enero de 2008.

<sup>4</sup> Mediante el Acuerdo del Consejo de la CNMV de 22 de mayo de 2006, se acuerda aprobar como documento único de gobierno corporativo el Código Unificado de Buen Gobierno (Código Conthe). Asimismo se señala que las sociedades cotizadas deberán tomar como referencia el citado Código Unificado para la presentación del IAGC del ejercicio 2007.

## Informes anuales de gobierno corporativo para las sociedades anónimas cotizadas

### *Comparación de los modelos de IAGC para las sociedades anónimas cotizadas*

La estructura general del IAGC sigue estando formada por 7 grandes apartados:

- A) Estructura de la Propiedad,
- B) Estructura de la Administración de la Sociedad,
- C) Operaciones Vinculadas,
- D) Sistemas de Control de Riesgos,
- E) Junta General,
- F) Grado de Seguimiento de las Recomendaciones de Gobierno Corporativo, y
- G) Otras Informaciones de Interés,

Asimismo, se dedica un último apartado a las instrucciones para la cumplimentación del IAGC de las sociedades anónimas cotizadas.

A pesar de que la estructura general sea la misma, existen diferencias en los diversos puntos incluidos en los apartados, incluyéndose en algunos casos nuevos indicadores o eliminándose otros. Algunas diferencias son simplemente de forma<sup>5</sup>, pero en otras el contenido varía también. Por ello a continuación, se analizan en las Tablas 1 a 5 los cambios que han tenido lugar en el nuevo modelo, indicando los apartados que se han eliminado, los que se han incorporado, los cambios que se han incluido, etc., en relación con cada uno de los bloques de contenidos del IAGC.

Entre las modificaciones significativas cabe destacar el cambio de la denominación de acciones por derechos de voto en el apartado A, la incorporación de la referencia al número de consejeras que forman parte de los órganos de gobierno, o la eliminación de la referencia a la Comisión de Estrategia e Inversiones durante todo el IAGC, todo ello como consecuencia de las nuevas recomendaciones del Código Conthe. En líneas generales se puede observar que las modificaciones introducidas en el nuevo modelo van dirigidas al incremento de la transparencia y a la obtención de una mayor información sobre la estructura de propiedad de la compañía.

<sup>5</sup> Por ejemplo, mientras que en el modelo de 2004 en cada uno de los apartados aparecía una columna para indicar el NIF ó CIF de la persona o de la entidad en cuestión sobre la que se estuviera haciendo referencia, en el modelo de 2008 esta columna se elimina, indicando no obstante al principio del informe, que estos datos se deberán incorporar en aquellos casos en los que sean necesarios para completar la información.

**Tabla 1.** Principales modificaciones originadas por el nuevo modelo de IAGC

<b>A) Estructura de la Propiedad</b>	
2008	2004
<b>A.1.)</b> Se solicita información sobre el número de derechos de voto en la información sobre el capital social que antes no se pedía. Asimismo, al detallar las distintas clases de acciones se demanda también información sobre el número unitario de derechos de voto y los diferentes derechos asociados a las acciones.	A.1.)
<b>A.2.)</b> Se cambia la referencia a acciones por derechos de voto. La información que se solicitaba en el modelo anterior sobre acciones ahora se pide sobre los derechos de voto (número de derechos de voto directos, nº de derechos de voto indirectos, porcentaje sobre el total de derechos de voto...).	A.2.)
<b>A.3.)</b> Se modifica en el título del apartado el concepto de “acciones” por el de “derechos de voto de las acciones” de forma que la información que se solicitaba sobre acciones (nº acciones directas, indirectas...) se demanda ahora sobre los derechos de voto. Asimismo, se elimina la referencia a la fecha del primer y último nombramiento de los consejeros que poseen derechos de voto de las acciones de la sociedad.	A.3.)
<b>A.4.)</b> Sin modificaciones.	A.4.)
<b>A.5.)</b> Se incluyen las relaciones no solo con la sociedad sino también con su grupo.	A.5.)
<b>A.6.)</b> Se modifica ligeramente el título del apartado pero el contenido es similar.	A.6.)
<b>A.7.)</b> Simplemente se añade la opción de marcar en la casilla Sí o No.	A.7.)
<b>A.8.)</b> Se incorporan actualizaciones de la legislación vigente, ya que se hace referencia en el nuevo modelo al RD 1362/2007 en lugar del RD 377/1991. En este sentido, en lugar de hablar de “resultados obtenidos en el ejercicio por operaciones de autocartera”, se solicita la “plusvalía/ minusvalía de las acciones propias enajenadas durante el periodo.	A.8.)
<b>A.9.)</b> Se modifica ligeramente el título del apartado pero el contenido es similar.	A.9.)
<b>A.10.)</b> Se añade la opción de marcar en la casilla Sí o No. Además se especifican otros datos que en 2004 no aparecían tan expresamente.	A.10.)
<b>A.11.) NUEVO:</b> Se añade este apartado en el modelo de 2008, en el cual se solicita que se indique si la Junta General ha adoptado medidas de neutralización frente a ofertas públicas de adquisición tal y como se dispone en la Ley 6/2007.	

**Fuente:** *Elaboración propia a partir de la Circular 1/2004 y la Circular 4/2007 de la CNMV*

En el apartado B) Estructura de la Administración de la Sociedad, se incorpora un amplio listado de nuevos indicadores, principalmente derivados de las nuevas recomendaciones recogidas en el Informe Conthe. En este sentido se solicita por ejemplo que se haga referencia al número de consejeras que forman parte del Consejo, se hace hincapié en el informe sobre la política de retribuciones, se eliminan las referencias a la Comisión de Estrategia e Inversiones, se reclama mayor información sobre la Comisión de Auditoría, etc., aspectos que se recogen con mayor detalle en la Tabla 2. Se puede observar que la mayor parte de las recomendaciones realizadas en el apartado B) de los IAGC van dirigidas a fomentar la transparencia hacia los inversores con el objetivo de que



estos tengan un mayor conocimiento sobre los consejeros, como personas delegadas y encargadas de llevar a cabo la gestión de la organización. En este sentido, se han introducido epígrafes orientados a informar sobre las competencias del consejo (B.1.10), la política de retribuciones del consejo (B.1.15 y B.1.16), sobre la asistencia a las reuniones del Consejo (B.1.30), sobre los informes de auditoría (B.1.39), o sobre actuaciones realizadas por los consejeros que puedan perjudicar a la compañía (B.1.43. y B.1.44). Se puede observar que todas estas modificaciones están dirigidas a mejorar el conocimiento que los accionistas puedan tener de los gestores y del funcionamiento de la compañía, siendo por tanto un mecanismo de solución ante el problema de agencia existente entre los gestores y los propietarios.

**Tabla 2.** Principales modificaciones originadas por el nuevo modelo de IAGC

<b>B) Estructura de la Administración de la Sociedad</b>	
<b>2008</b>	<b>2004</b>
<b>B.1.1.)</b> Sin modificaciones.	B.1.1.)
<b>B.1.2.)</b> Se solicita información sobre la condición del consejero en el momento del cese (que antes no se indicaba).	B.1.2.)
<b>B.1.3.)</b> Se incorpora un apartado para cada tipo de consejero en el que se debe indicar el número total de consejeros de cada tipo y el porcentaje que representan sobre el total de miembros del Consejo. Asimismo, para los consejeros independientes, se elimina la casilla que se refería a la “comisión que ha propuesto su nombramiento”. Por último, respecto a otros consejeros externos, se añade que se indiquen los vínculos que mantienen con la sociedad, directivos o accionistas, además de los motivos por los que no son dominicales o independientes.	B.1.3.)
<b>B.1.4.) NUEVO:</b> hace referencia al nombramiento de los consejeros. <b>B.1.5.) NUEVO:</b> hace referencia al cese de los consejeros.	Desaparece B.1.4.) en el que se solicitaba que se indicara si la calificación de los consejeros (dominicales, independientes..) se correspondía o no con la distribución propuesta en el reglamento del consejo
<b>B.1.6.)</b> Sin modificaciones.	B.1.5.)
<b>B.1.7.)</b> Sin modificaciones.	B.1.6.)
<b>B.1.8.)</b> Sin modificaciones.	B.1.7.)
<b>B.1.9.) NUEVO:</b> Se refiere a la existencia o no de reglas sobre el número de consejos en los que pueden formar parte los consejeros de la sociedad.	
<b>B.1.10.) NUEVO:</b> Es resultado del Código Unificado de 2006 ya que hace referencia a la recomendación nº 8 de dicho Código, la cual recoge las diferentes políticas y estrategias que deberían ser competencia del Consejo.	
<b>B.1.11.)</b> Sin modificaciones.	B.1.8.)

<b>B) Estructura de la Administración de la Sociedad</b>	
2008	2004
<b>B.1.12.)</b> Sin modificaciones.	B.1.9.)
<b>B.1.13.)</b> Sin modificaciones.	B.1.10.)
<b>B.1.14.)</b> Se añade una parte más al epígrafe en la que se solicita que se indique si el Consejo se ha reservado la aprobación de unas determinadas decisiones.	B.1.11)
<b>B.1.15.) NUEVO:</b> Se refiere a la política de retribuciones aprobada por el Consejo.	
<b>B.1.16.) NUEVO:</b> Se refiere al informe sobre la política de retribuciones de los consejeros.	
<b>B.1.17.)</b> Sin modificaciones.	B.1.12.)
<b>B.1.18.)</b> Se modifica ligeramente el formato de la pregunta.	B.1.13.)
<b>B.1.19.)</b> Sin modificaciones.	B.1.14.)
<b>B.1.20.)</b> Sin modificaciones.	B.1.15.)
<b>B.1.21.)</b> Se ha incorporado una parte más al epígrafe, relacionada con la existencia o no de reglas que faculten a los consejeros independientes a solicitar la convocatoria del Consejo o la inclusión de nuevos puntos en el orden del día.	B.1.16.)
<b>B.1.22.)</b> Sin modificaciones.	B.1.17.)
<b>B.1.23.)</b> Sin modificaciones.	B.1.18.)
<b>B.1.24.)</b> Sin modificaciones.	B.1.19.)
<b>B.1.25.)</b> Sin modificaciones.	B.1.20.)
<b>B.1.26.)</b> Sin modificaciones.	B.1.21.)
<b>B.1.27.) NUEVO:</b> Se refiere al número de consejeras, lo cual es consecuencia de las nuevas recomendaciones y aplicación del Código Conthe.	
<b>B.1.28.)</b> Sin modificaciones.	B.1.22.)
<b>B.1.29.)</b> Se corresponde con el B.1.23. del modelo de 2004 pero incorpora algunos cambios: <ul style="list-style-type: none"> <li>- En el modelo de 2008 aparece la opción de que exista una Comisión de Nombramientos y Retribuciones o dos comisiones separadas (una Comisión de Nombramientos y otra Comisión de Retribuciones), mientras que en el modelo de 2004 solo se incluye la referencia a la Comisión de Nombramientos y Retribuciones conjunta.</li> <li>- Asimismo en el modelo de 2008 desaparece la referencia a la Comisión de Estrategia e Inversiones. Esto es fruto de la Recomendación 43 del Código Conthe, donde se indica que <i>"se omite la referencia a la Comisión de Estrategia e Inversiones que hizo el Informe Aldama, por entender que sus funciones son parte de las competencias típicas del propio Consejo"</i>.</li> </ul>	B.1.23.)
<b>B.1.30.) NUEVO:</b> Se refiere a la no-asistencia de los miembros del Consejo a las reuniones del mismo.	
<b>B.1.31.)</b> Sin modificaciones.	B.1.24.)
<b>B.1.32.)</b> Sin modificaciones.	B.1.25.)

<b>B) Estructura de la Administración de la Sociedad</b>	
<b>2008</b>	<b>2004</b>
<b>B.1.33.)</b> Sin modificaciones.	B.1.27.) Desaparece el B.1.26. del modelo de 2004, en el cual se pedía que se detallaran las medidas adoptadas para que la información difundida a los mercados de valores fuera transmitida de forma equitativa y simétrica.
<b>B.1.34.) NUEVO:</b> Hace referencia al nombramiento y cese del Secretario del Consejo.	
<b>B.1.35.)</b> Sin modificaciones.	B.1.28.)
<b>B.1.36.) NUEVO:</b> Se refiere a si se han producido cambios en el auditor externo durante el ejercicio.	
<b>B.1.37.)</b> Sin modificaciones.	B.1.29.)
<b>B.1.38.) NUEVO:</b> Se refiere a la existencia o no de salvedades en el informe de auditoría.	
<b>B.1.39.)</b> Sin modificaciones.	B.1.30.)
<b>B.1.40.)</b> Sin modificaciones.	B.1.31.)
<b>B.1.41.)</b> Sin modificaciones.	B.1.32.)
<b>B.1.42.)</b> Sin modificaciones.	B.1.33.) Desaparece el B.1.34. en el que se solicitaba que se indicara si existía o no algún seguro de responsabilidad a favor de los consejeros de la sociedad
<b>B.1.43.) NUEVO:</b> Se refiere a si existen reglas que obliguen a los consejeros a informar o dimitir en los supuestos en los que perjudiquen a la sociedad.	
<b>B.1.44.) NUEVO:</b> Se solicita que se indique si algún miembro del Consejo ha informado a la sociedad que ha resultado procesado o tiene abierto algún juicio oral por alguno de los delitos señalados en el artículo 134 de la Ley de Sociedades Anónimas.	
<b>B.2.1.)</b> Se ha incorporado una columna más en la que se solicita que se indique la tipología de los miembros de cada una de las Comisiones. Se mantienen la Comisión Ejecutiva, el Comité de Auditoría y la Comisión de Nombramientos y Retribuciones, pero se añaden de forma separada la Comisión de Nombramientos y la Comisión de Retribuciones y se elimina la Comisión de Estrategia e Inversiones.	B.2.2.) Desaparece el B.2.1. que se refería a la enumeración de los órganos de administración
<b>B.2.2.) NUEVO:</b> Se solicita que se señale si corresponden o no al Comité de Auditoría ciertas funciones que se enumeran.	
<b>B.2.3.)</b> Sin modificaciones.	B.2.3.)
<b>B.2.4.)</b> Sin modificaciones.	B.2.4.)

B) Estructura de la Administración de la Sociedad	
2008	2004
B.2.5.) Sin modificaciones.	B.2.5.)
B.2.6.) Sin modificaciones.	B.2.7.) Desaparece el B.2.6. en el que se hacía referencia a la Comisión Ejecutiva y su grado de delegación y autonomía. También desaparece el B.2.8. en el cual se solicitaba que se indicara en el caso de que existiera la comisión de nombramientos, si todos sus miembros eran consejeros externos. La eliminación de este punto puede estar justificada por la nueva forma del punto B.2.1. en el que ya se incluye la Comisión de Nombramientos y se solicita que se describa la tipología de sus miembros

**Fuente:** *Elaboración propia a partir de la Circular 1/2004 y la Circular 4/2007 de la CNMV*

Por otro lado, los apartados C), D) y E) relativos a Operaciones Vinculadas, Sistemas de Control de Riesgos y Junta General respectivamente, muestran escasas modificaciones que se recogen en las Tablas 3, 4 y 5. La mayoría de los cambios, se centran en exigir una información más detallada en el modelo de 2008 en comparación con la versión original de 2004.

**Tabla 3.** Principales modificaciones originadas por el nuevo modelo de IAGC

C) Operaciones Vinculadas	
2008	2004
C.1.) <b>NUEVO:</b> Se refiere al papel del Consejo en las operaciones vinculadas.	
C.2.) Sin modificaciones.	C.1.)
C.3.) Sin modificaciones.	C.2.)
C.4.) Sin modificaciones.	C.3.)
C.5.) Se modifica ligeramente la redacción del apartado.	C.4.)
C.6.) Sin modificaciones.	C.5.)
C.7.) <b>NUEVO:</b> Hace referencia a si cotiza más de una sociedad del grupo en España y a la situación de sus filiales.	

**Fuente:** *Elaboración propia a partir de la Circular 1/2004 y la Circular 4/2007 de la CNMV*

**Tabla 4.** Principales modificaciones originadas por el nuevo modelo de IAGC

D) Sistemas de Control de Riesgos	
2008	2004
D.1.) Sin modificaciones.	D.1.)
D.2.) Es similar al D.3. del modelo de 2004 respecto al contenido, pero varía un poco su estructura, ya que por ejemplo se incluyen casillas para indicar Sí o No y además se inserta una tabla en la que se especifica expresamente lo que se está demandando en el apartado.	D.3.) Desaparece el D.2. que hacía referencia a los sistemas de control establecidos
D.3.) Ligeros cambios en el formato.	D.4.)
D.4.) Sin modificaciones.	D.5.)

**Fuente:** Elaboración propia a partir de la Circular 1/2004 y la Circular 4/2007 de la CNMV

**Tabla 5.** Principales modificaciones originadas por el nuevo modelo de IAGC

E) Junta General	
2008	2004
E.1.) Se incorpora un cuadro para que se explique detalladamente si existen diferencias con el régimen de mínimos previsto en la Ley de Sociedades Anónimas y cómo son esas diferencias.	E.1.)
E.2.) Se refiere también a los acuerdos sociales pero la forma de solicitar la información es diferente.	E.2.)
E.3.) Sin modificaciones.	E.3.)
E.4.) Sin modificaciones.	E.4.)
E.5.) Sin modificaciones.	E.5.)
E.6.) Sin modificaciones.	E.6.)
E.7.) Similar pero al comentar el porcentaje de voto a distancia, en el modelo de 2008 se desglosa entre voto electrónico y otros, lo cual no aparece con este detalle en 2004.	E.7.)
E.8.) Sin modificaciones.	E.8.)
E.9.) Varía ligeramente la redacción del apartado.	E.9.)
E.10.) Sin modificaciones.	E.10.)
E.11.) Sin modificaciones.	E.11.)
E.12.) Sin modificaciones.	E.12.)

**Fuente:** Elaboración propia a partir de la Circular 1/2004 y la Circular 4/2007 de la CNMV

Con relación al apartado F) Grado de Seguimiento de las Recomendaciones de Gobierno Corporativo, se observa que la idea de este epígrafe es la misma en ambos IAGC: indicar el grado de seguimiento de la sociedad respecto a las recomendaciones de buen gobierno, y en caso de no cumplirlas, explicar los criterios que aplican las sociedades. No obstante, existen algunas modificaciones al respecto. En este sentido, mientras que en el modelo de 2004 se indica que mientras no se elabore el documento único (hace referencia indirecta al futuro

Código Conthe) se apliquen las recomendaciones de Olivencia y Aldama, en el modelo de 2008 ya se hace referencia expresa al Informe Conthe. Además, en el modelo de 2008 se establecen hasta 58 sub-apartados relativos a cada una de las recomendaciones del Código Unificado, en los que se solicita que se indique si se cumple total o parcialmente la recomendación a la que hacen referencia o se explique el motivo del no-seguimiento.

Por otro lado, respecto al epígrafe G) Otras Informaciones de Interés, se añade una breve referencia relacionada con la definición vinculante de consejero independiente. Además, al hablar de los consejeros que no han aprobado el IAGC, se solicita en el nuevo modelo que se indique además del nombre, el motivo por el que han votado en contra o se han abstenido.

Por último, con relación al apartado referente a las Instrucciones para la Cumplimentación del IAGC de las Sociedades Anónimas Cotizadas, se han detectado varias modificaciones. En primer lugar, en el nuevo modelo de 2008, se actualiza el marco normativo al que se hace referencia. En este sentido, se sustituye la referencia al RD 377/1991 por el RD 1362/2007. Del mismo modo, al hablar de operaciones vinculadas, se modifica el artículo 35 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, por la Orden EMA/3050/2004.

Asimismo, en este apartado de instrucciones, se reflejan de nuevo las diferencias que se han observado a lo largo del análisis comparativo anterior de ambos informes, ya que en este punto se incluyen ciertas orientaciones sobre los epígrafes del IAGC (por ejemplo se observa que se incide en el tema de los derechos de voto...).

No obstante, sí que se observan algunas modificaciones en las definiciones de los consejeros, siendo las del modelo de 2008 un poco más extensas y concretas que las definiciones de 2004. Por otro lado, se añade un comentario respecto al apartado F, que en el modelo de 2004 no estaba, relacionado con la necesidad de indicar si se cumplen cada una de las recomendaciones total o parcialmente y explicar los motivos en caso de no-cumplimiento. Por último, se incluye también un comentario adicional al apartado G, relativo a la definición vinculante de consejero independiente.

Por todo ello podemos decir que la esencia de las modificaciones realizadas en el nuevo modelo de IAGC de 2008 se encamina a aumentar la transparencia sobre la labor realizada por los consejeros de modo que los inversores puedan tener un conocimiento más detallado sobre la gestión de la organización.

### *Grado de seguimiento de las recomendaciones sobre gobierno corporativo en España*

Tras haber analizado las modificaciones incorporadas en el nuevo modelo de IAGC, a continuación se comentan algunos aspectos relacionados con el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Conthe y que por tanto se recogen en los IAGC de las compañías. Para ello se ha utilizado en primer lugar la información procedente del Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales relativo al ejercicio 2008 y publicado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En términos medios, se observa que las sociedades cotizadas cumplen totalmente el 77,1% de las recomendaciones del Código Unificado, llevando a cabo un seguimiento parcial de otro 9,8%. No obstante, aunque se aprecia cierto grado de mejoría en el seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo, se observa que todavía hay posibilidades de mejora.

Respecto a los avances observados, destacan los progresos en las recomendaciones relativas a la transparencia sobre el carácter de los consejeros, el conocimiento de los asuntos de las Comisiones delegadas, la evaluación periódica del consejo, etc. que coinciden con algunos de los apartados introducidos en el nuevo modelo. Por el contrario, las recomendaciones con un menor grado de implantación son las referidas a las políticas de retribuciones, a pesar de los esfuerzos realizados en el nuevo modelo de IAGC por ampliar y mejorar la información en este campo. Asimismo, la información proporcionada por las compañías para justificar el no-cumplimiento de algunas de las recomendaciones resulta en muchos casos insuficiente, por ser información poco específica y reiterativa.

Por tanto, y tal y como también sugiere el Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales relativo al ejercicio 2008, es necesario que se incremente la transparencia y se mejore la información facilitada relativa a ciertos aspectos como son la remuneración de los consejeros o el sistema de control de riesgos. En este sentido se observa por ejemplo que las compañías no utilizan criterios homogéneos al informar sobre el desglose de las remuneraciones de los consejeros, lo cual dificulta su comparabilidad. Asimismo, tampoco se especifican los riesgos concretos a los que se enfrenta la entidad, informando en algunos casos tan solo de los sistemas de control de riesgos aplicados.

Como complemento a los datos sobre gobierno corporativo relativos a 2008 publicados por la CNMV<sup>6</sup>, a continuación se comentan otros dos informes que analizan el gobierno corporativo en España. Por un lado, el "Observatorio de Gobierno Corporativo" de 2009 de la Fundación de Estudios Financieros (FEF), que examina la evolución de las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas españolas y que incluye hasta el año 2008, y el reciente informe "V Informe sobre Juntas Generales de Accionistas 2009 de las empresas del Ibex 35" presentado en febrero de 2010 por el Centro Internacional de Investigación de Organizaciones (IRCO) del IESE y desarrollado junto con la agencia de comunicación Inforpress.

El primero de estos informes, dirigido por el profesor Rafael Crespí, examina la evolución de las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas españolas en el Mercado Continuo y su adaptación a las recomendaciones realizadas por el Código Conthe, prestando una especial atención a aspectos como la estructura de propiedad, el consejo de administración y los derechos de los accionistas.

En relación con el primero de estos aspectos, el informe constata que para el año 2008, la propiedad que en términos medios poseía el principal accionista de las sociedades analizadas ascendió a 36.4%, siendo los sectores de petróleo y energía e inmobiliaria los que presentaron un mayor grado de concentración de la propiedad (42.3% y 43.4% respectivamente), rasgos que caracterizan a las sociedades españolas.

Por otro lado, respecto a la tipología de los accionistas, se observa que las empresas no financieras se mantienen como accionistas dominantes en el ejercicio 2008 con un 22.8% de promedio de propiedad, mientras que los inversores individuales, como accionistas significativos, controlan el 19.8% de los derechos de voto. Sin embargo, y tal y como recoge el informe del Observatorio de Gobierno Corporativo de 2009 de la FEF, el *free float* se sitúa en torno al 40% del capital en los años 2007 y 2008, lo cual indica que menos de la mitad de los derechos de voto se encuentran sin identificación explícita de sus propietarios, estando teóricamente dispersos entre múltiples pequeños inversores. No obstante, a nuestro parecer, dicho porcentaje de *free float* que representa a los accionistas minoritarios no debe pasar desapercibido, por lo que debe impulsarse un esfuerzo por la protección de estos pequeños propietarios. Por su parte, los consejeros mantienen una participación en el capital de la compañía en torno al 24% para el ejercicio 2008.

<sup>6</sup> En la fecha de la revisión del presente trabajo, mayo 2010, la CNMV no había publicado todavía los datos sobre seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo relativos al ejercicio 2009.



Respecto a la composición de los consejos, del informe de la FEF se desprende que el porcentaje de independientes alcanza para el año 2008 el 32.4%, valor cercano al tercio recomendado por el Código Unificado. Asimismo, destaca el peso de los consejeros dominicales, con un 43.4%, representando a los grandes accionistas de las compañías. En este sentido, se observa que el porcentaje de consejeros dominicales es similar al porcentaje de participación de los grandes accionistas en el capital de la sociedad. No obstante, estos están infra-representados en el consejo de más de la mitad de las sociedades analizadas. Por su parte también se observa que en más de la mitad de las compañías de la muestra, el capital flotante está infra-representado por los consejeros independientes. Por tanto, se observa un cierto grado de incumplimiento respecto a la recomendación del Código Conthe sobre la proporcionalidad entre consejeros dominicales e independientes y el capital al que representan. En relación con la presencia de mujeres en los consejos, se observa un ligero incremento en las sociedades analizadas, pasando de 6.8% de consejeras en términos medios en 2007 a 7.6% en 2008. No obstante, todavía existe un 42.3% de las compañías sin presencia femenina en sus consejos.

En cuanto a otros órganos complementarios del consejo, se observa que en término medio las sociedades cotizadas establecen entre 2 y 3 comisiones delegadas, destacando una tendencia alcista en la incorporación de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones en las organizaciones. En este sentido, para 2008 se constata que el 93% de las sociedades analizadas estableció dicha Comisión. No obstante, en cuanto a la información sobre las retribuciones de los consejos, se observa un bajo nivel de información. En este sentido para el ejercicio 2008 tanto solo un 57% de las empresas informaron de la remuneración total por sociedad o por grupo en el IAGC. Menor incluso es el porcentaje de compañías (31%) que incorporan información individualizada sobre la remuneración de cada consejero.

Por otra parte, en relación con los auditores externos, el nuevo formato de IAGC establece que las sociedades ofrezcan un mayor volumen de información en lo que se refiere a los auditores externos. En este sentido, se observa que todas las sociedades declaran que el Comité de Auditoría es el encargado de garantizar la independencia del auditor externo y el 99% de las compañías afirma que dicho Comité de Auditoría también es el encargado de proponer al consejo la selección del auditor externo.

Por último, y como ya también se reflejaba en el informe de la CNMV anteriormente analizado, a pesar de que en líneas generales se constata un nivel de

seguimiento de las recomendaciones del Código Conthe aceptable, destaca el bajo cumplimiento de algunos apartados como la recomendación 14 relativa a la explicación detallada del proceso de nombramiento de los consejeros o aquellas otras recomendaciones relativas a las retribuciones.

Por otro lado, el informe del IESE reflexiona sobre elementos clave de la Junta General de Accionistas así como del Consejo de Administración en las sociedades del Ibex-35 durante el ejercicio 2009. Tal y como el informe señala, respecto a la composición de los consejos de administración, cabe destacar el incremento producido entre 2008 y 2009 en el número de mujeres que forman parte de los consejos de administración de las empresas del Ibex-35. En este sentido, se ha pasado de 26 mujeres en 2008 a 43 en 2009. No obstante, su presencia sigue siendo minoritaria, ya que por ejemplo para 2009 los consejos de las empresas del Ibex-35 incorporaban tan solo 43 mujeres frente a 464 hombres. Asimismo, 9 de dichas empresas continúan sin representación femenina en sus consejos. Dichas cifras podrían estar indicando que el incremento observado en los últimos años en el número de consejeras responde a la recomendación<sup>7</sup> incluida en el Código Conthe al respecto y no tanto al propio convencimiento de las organizaciones en incluir mujeres en sus consejos.

Se observa también que 25 de las empresas del Ibex (un 71%) incorporan al menos un tercio de miembros independientes en sus consejos, siguiendo las recomendaciones del Código Unificado. Asimismo, se constata que el número de consejeros independientes aumentó de 181 en 2008 a 189 en 2009. En relación con el tamaño del consejo, no existe ninguna empresa que tenga menos de 5 miembros y tan solo 12 de ellas incorporan más de 15 consejeros. Por tanto, un 65,7% de las empresas del Ibex-35 (23 empresas) establecieron consejos entre 5 y 15 miembros tal y como recomienda el Código Conthe. Por tanto, parece que las compañías cumplen en gran medida las recomendaciones relativas a la configuración de los consejos de administración.

No obstante, el grado de cumplimiento no es tan elevado para aquellos aspectos relativos a las retribuciones de los consejeros. En este sentido, aunque mejora progresivamente la transparencia en relación a las retribuciones de los consejeros, en el ejercicio 2009 tan solo 9 empresas (un 25,7% del total) publicaron un informe específico sobre las retribuciones de sus consejeros. Por ello, y tal y como recoge también el informe del IESE, "los accionistas minoritarios demandan transparencia informativa con mayor rapidez que la ofrecida por

<sup>7</sup> La recomendación número 15 del Código Unificado de 2006 señala la necesidad de aumentar el número de consejeras.

las empresas". No hay que olvidar que las sociedades españolas se caracterizan por presentar un elevado grado de concentración de la propiedad, por lo que no solo es necesario velar por los intereses de los propietarios, sino que es especialmente necesario proteger a los pequeños accionistas. Tal y como dicho informe señala "el minoritario debe ser una de las responsabilidades del presidente de las compañías".

Por todo ello, podemos concluir que a pesar de que el nivel de seguimiento de las recomendaciones del Código Conthe podría considerarse como aceptable, todavía existe posibilidad de mejora. Asimismo, las futuras modificaciones que se produzcan sobre el modelo de IAGC deberían ir dirigidas a mejorar aquellos apartados del informe sobre los que la información proporcionada por las empresas no es correcta o resulta insuficiente.

## Conclusiones

Tras el análisis comparativo de los dos modelos de IAGC propuestos en 2004 y 2008 por la CNMV a través de sus Circulares, se puede observar que las principales diferencias han sido originadas por la publicación del nuevo Código Unificado de Buen Gobierno, el Código Conthe de 2006.

Como consecuencia del Código Conthe, ha sido necesario incluir algunas modificaciones en los apartados del IAGC, por ejemplo, se han incorporado aspectos relativos al papel de las consejeras en los órganos de gobierno, se han eliminado las referencias a la Comisión de Estrategia e Inversiones o se incide de manera especial en el nuevo modelo en los derechos de voto de las acciones en lugar de las acciones. Asimismo, se han incorporado nuevos epígrafes en el IAGC dirigidos a incrementar la información disponible por parte de los propietarios de la compañía. En este sentido, el objetivo de las modificaciones incluidas en el nuevo modelo de IAGC es por un lado, adaptarse a las nuevas recomendaciones en materia de gobierno corporativo, de forma que la información transmitida por las sociedades sea lo más precisa y comparable posible, y por otra parte, reforzar la información que poseen los inversores sobre la gestión de la compañía, de modo que puedan realizar evaluaciones sobre las labores realizadas por los gestores en los que han delegado. Por tanto, los IAGC son un instrumento de comunicación para los propietarios de la compañía a través de los cuales pueden conocer con más detalle la gestión que se está desarrollando en la misma, todo ello con el objetivo de reducir el posible conflicto de intereses entre accionistas y gestores.

No obstante, y además de los avances ya conseguidos y de los pasos dados, coincidimos con lo que ya apuntaba Gómez-Bezares (1991, p. 15), actualmente todavía sigue siendo necesario estudiar, trabajar y profundizar en la “elaboración de un código ético para los gestores, que les impida hacer aquello que es beneficioso para ellos pero no lo es para la empresa”.

Asimismo, quizás sea necesario un verdadero cambio de fondo en la “conciencia” de las sociedades españolas, de tal forma que no se limiten a realizar pequeñas modificaciones en sus estructuras de gobierno con el objetivo simplemente de cumplir con los mínimos que indica el Código Unificado (como ocurre por ejemplo con la presencia de mujeres en los consejos) sino que verdaderamente lleven a cabo cambios en el gobierno corporativo de las empresas dirigidos a incrementar la transparencia informativa sobre todo para proteger a los inversores y especialmente a los pequeños accionistas. Debe generarse una verdadera conciencia de gobierno corporativo de tal modo que las organizaciones realmente crean y confíen en el buen gobierno de las mismas. En este sentido creemos conveniente incluir un dato que se desprende del informe del Observatorio de Gobierno Corporativo de 2009 de la FEF, en el que se indica que en el sector de servicios financieros se constató para 2008 un aumento del 45.6%<sup>8</sup> en la remuneración total media de sus consejos en comparación con 2007. Asimismo, la remuneración individual media de los consejeros ejecutivos se incrementó en un 1.9% en 2008 (cuando el beneficio de las sociedades con ganancias se redujo en un 8% y las pérdidas totales crecieron) ¿Esto es verdaderamente el “buen gobierno” de las empresas? Que lo juzgue el lector por sí mismo...

Del mismo modo, no debe perderse de vista el hecho de que en España el verdadero problema de agencia surge en muchas ocasiones entre los propios inversores, ya que los intereses de los accionistas mayoritarios no son coincidentes con los de los pequeños propietarios, por lo que a la hora de realizar recomendaciones o regulaciones sobre gobierno corporativo este debería ser un aspecto a tener en cuenta<sup>9</sup>.

Asimismo, los esfuerzos de mejora no deben ir centrados exclusivamente al área del gobierno corporativo sino que deben hacerse extensivos a otras áreas complementarias de la empresa como es la responsabilidad social.

<sup>8</sup> Este porcentaje es fruto de comparar la muestra total para los años 2007 y 2008. No obstante, si solo se comparan las empresas comunes para los dos ejercicios, el porcentaje asciende al 18%, que a pesar de ser inferior continúa siendo considerable.

<sup>9</sup> En este sentido, el informe del Observatorio de Gobierno Corporativo de 2009 de la FEF señala que algo más de un tercio de las sociedades del Mercado Continuo exigen únicamente una acción para participar en las Juntas Generales, lo que podría ser un rasgo indicativo de la consideración de los pequeños accionistas.

En este contexto, algunas iniciativas ya se están produciendo en otros ámbitos geográficos. Por ejemplo, en EEUU, medio centenar de compañías de inversión han enviado una carta a la Securities and Exchange Comisión (SEC) para que obligue por ley a las empresas cotizadas que operan en el país a elaborar informes de Responsabilidad Social de las Empresas (RSE), publicando anualmente información sobre su política medioambiental, social y de gobierno corporativo. Algunos de los firmantes de la nota son ABN Amro, AXA Group, BNP Paribas, Credit Suisse Group, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Morgan Stanley, UBS y el Banco Mundial. En su opinión, estos informes deberían ser obligatorios por ley, como sucede en Francia, Suecia y Reino Unido.

Quizás sea necesario seguir los pasos del parlamento danés que, a mediados de diciembre, votó una ley que obligará a casi 1100 grandes empresas a describir su RSE y sus políticas de inversión responsable, las formas en que han sido implementadas y los resultados obtenidos, debiendo luego ser auditada la información por alguna organización externa. Hasta ese momento, la presentación de informes era voluntaria, y el objetivo que pretende el parlamento danés al obligar a las empresas no es solo avanzar en sostenibilidad, sino crear mejores oportunidades de negocio para las empresas del país nórdico.

En España, el pasado 12 de mayo el presidente del Gobierno, José Luis Rodríguez Zapatero, anunció en el Congreso el proyecto de Ley para la Economía Sostenible (LES), donde se regularán las medidas que contribuirán a implantar de la forma más "rápida, viable y consolidada" un nuevo modelo productivo para España. En principio, los cinco ejes principales propuestos como base para la Ley de Economía Sostenible son: el desarrollo socioeconómico; la inclusión social; el cambio climático y la energía; la producción y el consumo y la gestión de los recursos naturales. Atendiendo al Informe de Sostenibilidad 2007, cabría incluir alguno más, como el referido a la salud pública, el transporte, la gobernanza, la cooperación al desarrollo, o la cultura. Habrá que esperar a conocer en detalle el postulado de la Ley de Economía Sostenible.

A este respecto, cabe destacar también el nacimiento de SpainSIF, el Foro de Inversión Socialmente Responsable, en el que más de 30 organizaciones, entre las que se encuentran entidades financieras, entidades gestoras, proveedores de servicios de ISR, organizaciones sin ánimo de lucro y sindicatos han refundado esta plataforma que comenzó a impulsar Forética en colaboración con otras siete organizaciones en mayo de 2008. Los estatutos de la entidad fijan como objetivo primordial "fomentar la integración de criterios ambientales, sociales y de buen gobierno corporativo en las políticas de inversión en España".

No debería ser demasiado complejo para España profundizar en estas cuestiones cuando, según el Anuario de Sostenibilidad 2009 elaborado por Pricewaterhouse Coopers (PwC) y Sustainable Asset Management (SAM), 20 compañías españolas se encuentran entre las más sostenibles del mundo. Entre las 81 empresas calificadas como clase oro se encuentran Iberia, Grupo Iberdrola, Grupo Ferroviario, Telefónica, Enagas, Gas Natural, Acciona, Repsol y Aguas de Barcelona. Entre las 58 calificadas como clase plata figuran Fomento de Construcciones y Contratas, Abertis e Indra, y en la clase bronce se encuentran BBVA, Banco Santander, Red Eléctrica, Unión Fenosa, Critería, Inditex, ACS y Gamesa.

No obstante, según se desprende de un estudio realizado por la Confederación de Consumidores y Usuarios (CECU) sobre la RSE en el sector alimenticio, el 74,2% de los consumidores desconoce qué significa el término RSE. El 87% cree que la RSE está relacionada con informaciones de tipo publicitario.

Por lo tanto, hay que trabajar mucho para que se imponga el nivel de concienciación que la sociedad y todos sus agentes necesitan con respecto a la RSE y a las buenas prácticas en el desempeño de los distintos objetivos de cada agente económico que actúa en la economía, para conseguir que todos y cada uno de ellos asuma un comportamiento ético y un compromiso solidario con la sociedad y con el entorno.

Como dijo Juan José Almagro en la Conferencia de Clausura del Congreso Nacional de RSE celebrado en Zaragoza el 27 y 28 de mayo: "No sabemos lo que cuesta la RSE, pero sí sabemos lo que cuesta la irresponsabilidad". Solo debemos analizar las consecuencias de la crisis mundial que estamos viviendo.

## Referencias bibliográficas

- [1] ACUERDO DEL CONSEJO DE LA CNMV por el que se aprueba el documento único de recomendaciones de gobierno corporativo, 22 de mayo de 2006. ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es))
- [2] BANEGAS, R., MANZANEQUE, M., SIMÓN, A. Y TEJEDO, F. (2006): "Análisis comparativo de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno publicados en España", *Lan Harremanak: Revista de Relaciones Laborales*, nº 14, págs. 57-76.
- [3] BERLE, A. Y MEANS, G. (1932): "The Modern Corporation and Private Property". New York: The Macmillan Company.
- [4] BILBAO, P. Y RUA, A. (2007): "El efecto de los códigos de buen gobierno españoles sobre el gobierno corporativo de las empresas del Ibex-35", *ICADE: Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, nº 70, págs. 57-90.
- [5] BISWAS, P. (2008): "Agency Problem and the Role of Corporate Governance Revisited"; *Working Paper*.
- [6] CALZADA, B. (2007): "El buen gobierno en España: un análisis crítico"; *Instituto de Estudios Económicos*.
- [7] CHEUNG, Y. L., CONNELLY, J. T., LIMPAPHAYOM, P. Y ZHOU, L. (2007): "Do Investors Really Value Corporate Governance? Evidence from the Hong Kong Market", *Journal of International Financial Management & Accounting, Oxford*, nº 18 (2), págs. 86-122.
- [8] CIRCULAR 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas. (Publicado en BOE, nº 76, 29 de marzo de 2004).
- [9] CIRCULAR 4/2007, de 27 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica el modelo de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas. (Publicado en BOE, nº 12, de 14 de enero de 2008).
- [10] CORE, J. E., GUAY, W. R. Y RUSTICUS, T. O. (2006): "Does Weak Governance cause Weak Stock Returns? An examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations", *The Journal of Finance*, nº 61 (2), págs. 655-687.

- [11] CREMERS, K. J. M. Y NAIR, V. B. (2005): "Governance Mechanisms and Equity Prices", *The Journal of Finance*, nº 60 (6), págs. 2859-2894.
- [12] CUEVAS, J. M. (2006): "El código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas", *Cuenta con IGAE (Intervención General de la Administración del Estado)*, nº 15, págs. 37-42.
- [13] DE LA CUESTA, M. (2007): "Condiciones para la eficacia de los códigos internos de responsabilidad social de la empresa", *Ekonomiaz*, nº 65, págs. 128-149.
- [14] DITTMAR, A. Y MAHRT-SMITH, J. (2007): "Corporate governance and the value of cash holdings", *Journal of Financial Economics*, nº 83 (3), págs. 599-634.
- [15] DWIVEDI, N. Y KUMAR, A. (2005): "Corporate Governance and Performance of Indian Firms: The Effect of Board Size and Ownership", *Employee Responsibilities and Rights Journal*, nº 17 (3), págs. 161-172.
- [16] "El Gobierno de las Sociedades Cotizadas – Código de Buen Gobierno" (Código Olivencia). Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades, Madrid 1998.
- [17] FERNÁNDEZ, E. (2006): "La adopción de prácticas de Buen Gobierno por las empresas españolas: determinantes y repercusiones", *Revista española de financiación y contabilidad*, nº 128, págs. 209-214.
- [18] FERNÁNDEZ, E. Y GÓMEZ, S. (2002): "Valoración de los inversores de la adopción de prácticas de Buen Gobierno por las empresas españolas cotizadas", *Estudios Financieros. Revista de Contabilidad y Tributación*, nº 233-234, págs. 107-148.
- [19] FERRUZ, L., MARCO, I. Y ACERO, I. (2010): "Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social. Todo lo que necesitas saber", *Quiasmo Editorial*. Madrid.
- [20] GALBRAITH, J. K. (1972): "El nuevo estado industrial", *Ariel*, Barcelona, 5ª Edición.
- [21] GISPERT, C. Y ORTÍN, P. (2002): "Mecanismos de disciplina de los directivos en España: el consejo de administración y los sistemas de retribución", *Ekonomiaz*, nº 50, págs 138-157.
- [22] GÓMEZ-BEZARES, F. (1991): "Ética y objetivo financiero", *Boletín de Estudios Económicos*, nº 144, págs. 435-463.
- [23] HERMES, N., POSTMA, TH. J.B.M. Y ZIVKOV, O. (2006): "Corporate governance codes in the European Union; Are they driven by external or domestic forces?", *International Journal of Managerial Finance*, nº 2 (4), págs. 280



- [24] "Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales", ejercicio 2008; Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).
- [25] "Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas" (Informe Aldama); 2003.
- [26] "Informe del Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas – Código Unificado de Buen Gobierno" (Código Conthe); Madrid 2006.
- [27] "V Informe Juntas Generales de Accionistas 2009 Empresas del Ibex-35", Centro Internacional de Investigación de Organizaciones (IRCO) del IESE, presentado en febrero de 2010.
- [28] JENSEN, M. C. Y MECKLING, W. H. (1976): "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *The Journal of Financial Economics*, Octubre, págs. 305-360.
- [29] "Le Gouvernement D'Entreprise des Sociétés Cotées"; (Principes de gouvernement d'entreprise résultant de la consolidation des rapports conjoints de l'AFEP et du MEDEF de 1995, 1999 et 2002). l'Association Française des Entreprises Privées y le Mouvement des Entreprises de France, París 2003.
- [30] Ley 24/1988, de 24 de julio, del Mercado de Valores. (Publicado en BOE, nº 181, 29 de julio de 1988).
- [31] Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas. (Publicado en BOE, nº 171, 18 de julio de 2003).
- [32] MCGUNABLE, D. M. (2007): "Corporate Governance in China", *The Business Review, Cambridge*, nº 8 (1), págs. 52-60.
- [33] "Observatorio de Gobierno Corporativo" (2009), Fundación de Estudios Financieros, Papeles de la Fundación nº 32.
- [34] OKIKE, E. N. M. (2007): "Corporate Governance in Nigeria: the status quo", *Corporate Governance, Oxford*, nº 15 (2), págs. 173.

- [35] Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumento de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades. (Publicado en BOE, nº 7, 8 de enero de 2004).
- [36] Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. (Publicado en BOE, nº 310, 27 de diciembre de 1989).
- [37] REAZ, M. Y HOSSAIN, M. (2007): "Corporate Governance around the World: An Investigation", *Journal of American Academy of Business, Cambridge*, nº 11 (2), págs. 169-175.
- [38] RODRÍGUEZ, F. (2006): "Comentarios a las recomendaciones del Código Unificado del Buen Gobierno (publicado por la CNMV el 19 de mayo de 2006): Junta General y Derechos del Accionista (Recomendaciones 1, 3, 4, 5 y 6)". *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 27, págs. 31-63.
- [39] SALAS, V. (2002): "El gobierno de la empresa: presentación", *Ekonomiaz*, nº 50, págs. 10-27.
- [40] SALAS, V. (2004): "El gobierno de la empresa en España: una cuestión de modelo", *Papeles de Economía Española*, nº II (100), págs. 133-146.
- [41] SMITH, A. (1776): "An Inquiry into the Nature and the Causes of the Wealth of Nations". London: Methuen & Co., Ltd.
- [42] TALIENTO, M. (2007): "The Role and The Ambit of Corporate Governance and Risk Control Frames", *Journal of American Academy of Business, Cambridge*, nº 11 (2), págs. 251-256.
- [43] "The Belgian Code on Corporate Governance" (Código Lippens); 2004
- [44] "The Combined Code on Corporate Governance". Financial Reporting Council, 2006.
- [45] "The Dutch Corporate Governance Code: Principles of good corporate governance and best practice provisions"; (Tabaksblat Code); 2003.
- [46] TIPURIC, D., HRUSKA, D. Y ALEKSIC, A. (2007): "Corporate Governance and Ownership Concentration in Croatia", *The Business Review, Cambridge*, nº 7 (1), págs. 207-211.
- [47] URRUTIA, I. (2006): "El nuevo código de Buen Gobierno: críticas y alabanzas", *Partida Doble*, nº 177, págs. 88-95.

# L La influencia de la independencia del consejo de administración en la comunicación de información medioambiental<sup>1</sup>

**Natalia Ortiz de Mandojana**, *Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Departamento de Organización de empresas, Universidad de Granada. Es becaria predoctoral del Programa de Formación del Profesorado Universitario (FPU) y miembro del grupo de investigación Innovación, Sostenibilidad y Desarrollo Empresarial (ISDE; SEJ-0481). Su línea de investigación se centra en las conexiones entre el gobierno corporativo de las empresas y la gestión medioambiental.*  
nortiz@ugr.es

**Vera Ferrón Vilchez**, *Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Departamento de Organización de empresas, Universidad de Granada. Es profesora del Departamento de Organización de Empresas de la Universidad de Granada y miembro del grupo de investigación Innovación, Sostenibilidad y Desarrollo Empresarial (ISDE; SEJ-0481). Su línea de investigación está basada en el análisis entre determinados planteamiento internos de la gestión empresarial y su conexión con la implantación de una gestión medioambiental proactiva.*  
vferron@ugr.es

## Resumen

Las empresas manifiestan una creciente preocupación por comunicar sus prácticas sostenibles ya que esto puede favorecer su posicionamiento estratégico a través de la mejora de su reputación y legitimidad. Un adecuado diseño de los órganos de gobierno corporativo mejora la comunicación entre la empresa y sus grupos de interés. En concreto, el consejo de administración debe ser el principal enlace entre la empresa y su entorno. El objetivo de este trabajo es analizar si las empresas con consejos más independientes presentan una mayor disposición a la comunicación de información medioambiental. Para ello, este estudio consta de una muestra de 83 empresas españolas con la cual se analiza las respuestas de las mismas a la invitación a comunicar información

<sup>1</sup> Este trabajo está financiado con fondos pertenecientes a proyectos de investigación tanto del Ministerio de Ciencia e Investigación como de la Junta de Andalucía. Las autoras quieren agradecer a los miembros del grupo de investigación ISDE por sus útiles comentarios.

de este tipo. Nuestros resultados muestran cómo el incremento del porcentaje de consejeros independientes ejerce un efecto positivo en esta comunicación mientras que la existencia de figuras separadas de presidente del consejo y director general no muestra una influencia significativa.

### **Palabras clave**

Comunicación de información medioambiental, Gobierno Corporativo, Independencia del consejo de administración.

Código JEL: Q56 - Desarrollo y medio ambiente.

### **Abstract**

Nowadays there is an increasing concern on reporting sustainable practices by firms because this fact might enable a better strategic position through improvements on reputation and external legitimacy. An accurate design of corporate governance structure improves the communication between the company and its stakeholders. Specifically, the Board of Directors must represent the main link between the company and the general environment. The central aim of this study is to analyze whether companies which have a more independent board of directors have a higher willingness to reporting environmental information. In doing so, this study used a sample composed by 83 Spanish companies. We analyzed whether these companies accepted reporting this type of information. Our results supported that augments in the percentage of external independent directors imply a positive effect on the environmental information reporting, meanwhile the separation of Board's president and CEO was not a significant influence on the environmental information reporting.

### **Key words**

Communication of the environmental information, corporate governance, Independence of the Board of directors.

JEL Code: Q56 - Environment and development.

## Introducción

El estudio de los factores que determinan una buena gestión empresarial ha sido uno de los principales temas abordados en la literatura académica en las últimas décadas. Hoy, entender además la manera en el que las empresas deben ser gobernadas ha adquirido una importancia vital (Tricker 2009). Los escándalos corporativos de principios de siglo y la necesidad de proteger los intereses de los accionistas minoritarios, por ejemplo, pueden citarse como algunas de las razones que motivaron la proliferación de códigos de buen gobierno corporativo en muchos países (Johnson, Scholes y Whittington 2007). En el caso de España, los Códigos Olivencia, Aldama y el Código Unificado ejemplifican este hecho.

De acuerdo con las directrices de estos códigos, los consejos de administración deben guiar y supervisar las principales decisiones estratégicas de las empresas (Kroll, Walters, y Wright, 2008). Entre ellas, la estrategia de sostenibilidad medioambiental es una de las decisiones que mayor atención están atrayendo en los últimos años. El establecimiento de objetivos adecuados en este campo no solo permite a la empresa reducir su impacto medioambiental sino que además puede favorecer su posicionamiento estratégico gracias a la mejora de su legitimidad (Buysse y Verbeke, 2003; Delmas, Russo, y Montes-Sancho, 2007). En este sentido, se ha relacionado el compromiso medioambiental de la empresa con una disminución del riesgo de incumplimientos de la regulación y la creación de una reputación positiva que favorece la posición en el mercado (Rugman y Verbeke, 1998). Asimismo, la empresa tiene la posibilidad de crear mejores relaciones con su entorno y obtener beneficios a través de las interacciones con empleados, proveedores o la sociedad en general (Sharma y Vredenburg, 1998; Buysse y Verbeke, 2003).

No obstante, para obtener estos beneficios es imprescindible que la sociedad, los clientes, los gobiernos y demás grupos de interés (*stakeholders*) interesados en las actividades de la empresa conozcan cuál es el grado de implicación de la misma en estas iniciativas. Ello explica la creciente preocupación de las empresas por la elaboración y comunicación de informes sobre sus prácticas medioambientales (Kolk, 2008). En España, algunas empresas han asumido un papel de liderazgo en este campo al ser de las primeras a nivel internacional en presentar informes de responsabilidad corporativa (Blasco y Sáez Gallego, 2009).

Por su parte, los esfuerzos llevados a cabo por el gobierno y la sociedad civil para aumentar la transparencia y comunicación de este tipo de información han quedado manifiestos en iniciativas como Global Reporting Initiative (GRI) que establece un patrón en el diseño de informes de responsabilidad social empresarial para ayudar a las empresas en su rendición de cuentas frente a los grupos de interés (Blasco y Sáez Gallego, 2009). A esta iniciativa, se le añaden otras más especializadas en determinadas dimensiones de la Responsabilidad Social Corporativa. En concreto, Carbon Disclosure Project (CDP) es una iniciativa que surgió con el objetivo de recompensar a las empresas que mejor incorporan la lucha contra el cambio climático en sus negocios (CDP España, 2009). En 2009, el CDP extendió su objetivo en España a las 85 mayores empresas por capitalización bursátil. La tasa de respuesta de esta iniciativa fue del 41%, situándose en la media mundial. Sin embargo, esta tasa supuso un descenso importante respecto al año 2008, en la que CDP fue enviado solo a las empresas del IBEX 35. La ampliación de la muestra a empresas más pequeñas, la mayoría de las cuales se acercaban a el CDP por primera vez, podría estar detrás de este descenso (CDP España, 2009).

Sin embargo, junto al tamaño de la empresa, otros factores pueden estar condicionando la propensión de la empresa a comunicar este tipo de información. En concreto, una adecuada estructura del gobierno corporativo podría mejorar la comunicación entre la empresa y sus grupos de interés. El consejo de administración tiene entre sus funciones el ser el vehículo de enlace entre la empresa y el entorno en el actúa y se desarrolla (Zahra y Pearce, 1989). No obstante, no todos los consejos de administración cuentan con las características que permiten desarrollar esta tarea con eficacia. Es más, en los últimos años del siglo XX existía un cierto escepticismo sobre la labor de los consejos de administración en la empresa debido a la constitución de consejos pasivos y poco independientes, al estar subordinados a las decisiones del equipo directivo (Brainbridge, 2008).

El objetivo de este trabajo es analizar si las empresas con consejos de administración más independientes (con mayor porcentaje de consejeros independientes y con figuras separadas de presidente del consejo y director general) presentan una mayor disposición a la comunicación de determinadas prácticas medioambientales. Para ello, se han recopilado datos económicos, financieros y de gobierno corporativo de 83 empresas españolas y se ha analizado si las mismas han contestado a los cuestionarios enviados por CDP durante 2009.

Un mayor acercamiento a las relaciones presentadas es de especial interés por dos motivos fundamentales. En primer lugar, la responsabilidad social corporativa, y más específicamente, la postura ante el reto medioambiental y el buen gobierno corporativo de las empresas, son temáticas estrechamente vinculadas entre sí que, sin embargo, han recibido una escasa atención conjunta hasta el momento. En este sentido, sorprende la ausencia en la literatura existente de un amplio cuerpo de estudios que analicen la conexión entre determinadas prácticas medioambientales y el diseño del consejo de administración. En su lugar, los trabajos se han centrado mayoritariamente en analizar cuestiones relacionadas con el equipo directivo, como por ejemplo, la influencia de sus características personales (Cordano y Frieze 2000; Flannery y May 2000; Ramus y Steger 2000), si el equipo directivo percibe el reto medioambiental como fuente de oportunidades o amenazas (Sharma 2000), el liderazgo en relación con el medioambiente (Andersson y Bateman 2000; Egri y Herman 2000) o cómo los directivos perciben las presiones medioambientales de los *stakeholders* (Buisse y Verbeke 2003; Kassinis y Vafeas 2006; Sharma y Henriques 2005). Por tanto, este trabajo contribuye a la literatura existente sobre medio ambiente y empresa analizando cómo puede afectar algunas de las características del buen gobierno corporativo en la política de comunicación medioambiental. En segundo lugar, este trabajo completa la literatura previa contribuyendo al debate acerca del efecto que la independencia de los consejos tiene en el desarrollo de sus funciones.

## Revisión de la literatura

### *Factores que condicionan la política de comunicación medioambiental*

Como consecuencia de las críticas recibidas por el impacto social y medioambiental de las empresas, estas se han vuelto más activas a la hora de informar sobre las actividades que llevan a cabo para prevenir las externalidades negativas de su actuación (Kolk, 2008). De hecho, la elaboración de informes de responsabilidad corporativa se ha convertido en una práctica generalizada a nivel mundial (Blasco y Sáez Gallego, 2009).

Hay numerosos factores que pueden condicionar el incremento de la comunicación de este tipo de información y estos pueden variar entre países. Factores como la legislación, las recomendaciones de los gobiernos, las iniciativas privadas y públicas que promueven la elaboración de informes, la acción de instituciones no gubernamentales y de otros grupos de interés notorios tienen una fuerte influencia sobre el desarrollo de la actividad empresarial (Sahay,

2009). Por ejemplo, Japón ha sido uno de los países que han encabezado los listados ranking de presentación de informes de responsabilidad corporativa durante la última década debido en gran medida a la obligación establecida para las empresas que cotizan en el mercado de valores de Japón de cumplir unas regulaciones claramente definidas sobre la presentación de información y resultados en materia medioambiental (Blasco y Sáez Gallego, 2009).

No obstante, junto a estas motivaciones externas también pueden existir otras causas individuales que incentivan a las empresas para informar (Sahay, 2009). En este sentido, el adecuado diseño del gobierno corporativo podría mejorar la comunicación entre la empresa y su entorno. En concreto, los miembros del consejo de administración deberían ayudar a los directivos sobre cuestiones medioambientales, asegurar el cumplimiento de la empresa en todos los aspectos relativos a la legislación medioambiental y aumentar la atención prestada a las cuestiones medioambientales y a su comunicación.

#### *El papel del consejo de administración en la comunicación medioambiental*

De acuerdo con el Código Unificado (2006) la función del consejo está integrada por tres responsabilidades fundamentales: orientar e impulsar la política de la compañía (responsabilidad estratégica), controlar las instancias de gestión (responsabilidad de vigilancia) y servir de enlace con los accionistas (responsabilidad de comunicación). Aunque la responsabilidad de comunicación se ha entendido tradicionalmente hacia los accionistas, muchas empresas asumen una responsabilidad más amplia y adoptan el compromiso de transmitir información relevante dirigida a un gran número de interesados en las actividades de la empresa: empleados, consumidores, medios de comunicación e incluso la sociedad en general (Tricker, 2009).

La decisión de puesta en marcha de iniciativas sostenibles así como de comunicación exterior de las mismas puede verse influenciada por el consejo también a través de su labor consultiva. Los miembros del consejo de administración deben guiar y supervisar las principales decisiones estratégicas de las empresas (Kroll, Walters, y Wright, 2008). La decisión de transmitir información medioambiental y el alcance de la misma es una práctica voluntaria de las empresas pero que presenta cada vez un mayor carácter estratégico (Kolk, 2003, 2008).

Por tanto, entender aquellas características del consejo que pueden afectar a la efectividad en el desempeño de sus funciones puede ayudarnos a explicar las diferencias en estos comportamientos entre las distintas empresas.



### *Prácticas de buen gobierno. La independencia del consejo de administración.*

En los últimos años, determinadas prácticas denominadas de buen gobierno corporativo se han ido extendiendo de manera universal a través de códigos y recomendaciones como mecanismos para la consecución de un gobierno corporativo eficaz (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2009). A nivel internacional, los responsables de elaborar los diferentes códigos de buen gobierno han sido conscientes de la importancia de asegurar la independencia del consejo respecto de la dirección de la empresa para garantizar el desempeño eficaz de sus funciones. De ahí que entre las recomendaciones que prescriben destaquen por su nivel de extensión las relacionadas con la independencia del consejo de administración: el porcentaje de consejeros externos independientes y la separación de funciones del presidente del consejo de administración y del director general (O'Shea, 2005). A continuación se plantea el papel que estas dos características puede desarrollar en la comunicación de la política medioambiental.

## **Hipotesis**

### *Porcentaje de consejeros independientes y comunicación medioambiental.*

Se consideran consejeros independientes a aquellos que pueden desempeñar sus funciones sin verse condicionados por las relaciones con la empresa, sus accionistas significativos o sus directivos (Código Unificado, 2006).

El estudio de la independencia de los consejeros ha sido una de las cuestiones centrales en la literatura sobre gobierno corporativo. De la mayoría de los estudios se desprende que un mayor número de consejeros externos independientes contribuyen positivamente al buen gobierno de las empresas. La racionalidad que subyace en esta idea es que es más probable que los consejeros independientes actúen en defensa de los intereses de los accionistas en lugar de los intereses de los directivos (Aguilera, 2005). Pero incluso, más allá de esta racionalidad propia de la Teoría de la Agencia (que promueve la defensa de los consejeros independientes como mecanismos para arbitrar los potenciales conflictos de interés entre accionistas y directivos), se debe reconocer que la responsabilidad de los consejeros independientes involucra no solo los intereses de los accionistas sino que además deben ser conscientes de las necesidades y expectativas de los diversos grupos de interés (Wang y Dewhirst, 1992).

No obstante, en la literatura también aparecen diversos trabajos que apelan a la cautela a la hora de incluir un excesivo número de consejeros externos en

el órgano de administración de las empresas. Así, se ha denunciado la falta de tiempo, conocimiento y poder para contribuir significativamente a la estrategia corporativa que pueden tener los consejeros externos (Forbes y Milliken, 1999; Ruigrok, Peck, y Keller, 2006).

El Código Unificado (2006) presta una especial atención a los consejeros independientes. Este Código fue elaborado en España por grupo especial de trabajo creado para asesorar a la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (en adelante CNMV) en la armonización y actualización de las recomendaciones de los anteriores Informes Olivencia y Aldama sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas, así como para formular las recomendaciones complementarias que juzgara precisas. En el mismo, se recoge expresamente que *“debido a la relevancia que el propio Código y la práctica internacional atribuyen a estos consejeros, se aconseja cifrar en un mínimo de un tercio del número total de miembros del Consejo, siendo el “número suficiente” de consejeros independientes a que se refieren el apartado VI-E de los Principios de Gobierno Corporativo de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) y el apartado 4 de la Recomendación de la Comisión Europea de 15 de febrero de 2006. El porcentaje mínimo de un tercio entraña que incluso en los Consejos de menor tamaño (como a menudo ocurre en las sociedades cotizadas de baja capitalización) existan al menos dos consejeros independientes”* (Código Unificado, 2006: 18). Pese a esta recomendación, en 2008 los consejeros independientes de las empresas cotizadas españolas representaban en promedio solo un 30,2% (Informe de Buen Gobierno Corporativo, 2008).

Siendo los consejeros independientes un importante determinante de la calidad de las decisiones del consejo (Tricker, 2009) y presumiéndose en ellos una mayor preocupación por las necesidades y expectativas de los diferentes grupos de interés (Wang y Dewhirst, 1992), aquellos consejos con mayor porcentaje de consejeros externos independientes pueden estar en una mejor posición a la hora de responder al llamamiento a la comunicación de las prácticas medioambientalmente sostenibles. Por tanto, la primera hipótesis de investigación indica que:

*Hipótesis 1: Existe una relación positiva entre la inclusión de un mayor porcentaje de consejeros externos independientes en el Consejo de Administración y una mayor disposición a comunicar determinadas prácticas medioambientales por parte de la empresa. Conforme aumenta el porcentaje de consejeros externos independientes la probabilidad de contestar a cuestionarios medioambientales es mayor.*

### *Dualidad de figuras de Director general y Presidente del Consejo de Administración*

A pesar de las numerosas llamadas de atención tanto por parte de los inversores institucionales como por parte de determinados códigos de buen gobierno corporativo sobre la necesaria separación entre la figura de presidente del consejo de administración y la del director general, en la práctica es muy usual que ambas figuras aparezcan combinadas (Tricker, 2009). Para el año 2008, en el 57,3% de las empresas españolas que cotizaban en un mercado secundario oficial el presidente del consejo era también su primer ejecutivo (Informe de Buen Gobierno Corporativo, 2008).

Los estudios acerca de si la separación de funciones mejora los resultados corporativos son contradictorios y poco concluyentes (Kakabadse, Kakabadse, y Barratt, 2006). Algunos autores han encontrado que las empresas con ambas funciones combinadas obtienen unos mejores resultados (Boyd, 1995), mientras que otros muestran consecuencias negativas para las empresas (Daily y Dalton, 1994) e incluso ningún efecto (Dalton, Daily, Ellstrand, y Johnson, 1998).

El Código Unificado pone de manifiesto el debate existente a la hora de evaluar si es oportuno separar o acumular los cargos de presidente del consejo y de primer ejecutivo en la empresa. De acuerdo con este código, cualquiera de las soluciones ofrece ventajas e inconvenientes. Justificándose en la falta de uniformidad en la práctica internacional y en la inexistencia de base empírica para formular una recomendación precisa, el Código Unificado no se pronuncia al respecto de la conveniencia de separar ambos cargos y simplemente aconseja la adopción de medidas de contrapeso que eviten la excesiva concentración de poder en una persona en al caso de optar por figuras combinadas.

La argumentación a favor de combinar ambas figuras se basa fundamentalmente en que las dinámicas que se producen en la empresa aconsejan la existencia de un único líder. La combinación de figuras aporta a la empresa una potente capacidad de liderazgo interna y externa (Cadbury, 2002), a la vez que permite reducir los costes de información y coordinación que con la creación de figuras separadas se generarían (Código Unificado, 2006). En contraposición, el hecho de diluir el liderazgo entre dos personas lleva aparejado una serie de conflictos (Tricker, 2009). Frente a estos argumentos, Tricker (2009) pone de manifiesto que la separación de figuras es un mecanismo de equilibrio que permite evitar los potenciales abusos de poder que pueden producirse si el poder se concentra en una sola persona. Además, dicha separación facilita que el director general se centre en la gestión de la empresa, mientras que el presidente del consejo puede controlar el funcionamiento del consejo y

prestar una mayor atención a las relaciones con los accionistas y demás grupos interesados en la actividad de la empresa. En esta misma línea, Higgs (2003) argumenta que el presidente del consejo que además es el director general puede ser más propenso a tomar su propio conocimiento como válido y fallar como puente de información entre los consejeros directivos y los consejeros externos. Es decir, la combinación de figuras puede anular el papel de los consejeros externos en la marcha de la empresa. Por tanto, empresas que cuentan con una combinación de estas funciones pueden encontrarse en una peor posición para comunicar la política medioambiental. Por tanto, la segunda hipótesis de investigación indica que:

*Hipótesis 2: Existe una relación positiva entre la separación del presidente del Consejo y del director general y una mayor disposición a comunicar determinadas prácticas medioambientales por parte de la empresa.* En aquellas empresas con figuras separadas de presidente del Consejo y director general la probabilidad de contestar a cuestionarios medioambientales es mayor.

## **Metodología**

### *Población y muestra*

Los datos para este estudio han sido obtenidos mediante el análisis de información secundaria proveniente de tres fuentes principales: el cuestionario CDP, la base de datos económicos y financieros *Bloomberg* y la información contenida en el Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales que elabora y publica la CNMV.

En primer lugar, el CDP es un proyecto a nivel internacional que anualmente elabora un cuestionario encargado de analizar la transparencia corporativa y la gestión empresarial en materia medioambiental. La información contenida en la base de datos del CDP está siendo una herramienta utilizada por una amplia diversidad de investigadores, inversores e incluso los gobiernos a nivel internacional. El cuestionario CDP para el año 2009 recoge información sobre cómo las empresas gestionan los riesgos y oportunidades que representan los temas medioambientales, sus objetivos, políticas y planes de reducción y el nivel de sus emisiones a lo largo del tiempo. Para la elaboración de nuestro estudio, se han recogido las respuestas recibidas de las 85 mayores empresas por capitalización en España: las integrantes de los índices IBEX 35, IBEX Medium Cap (20 empresas) e IBEX Small Caps (30 empresas).

En segundo lugar, partiendo de los datos obtenidos por el CDP en materia medioambiental, se ha completado la información medioambiental incorporando variables de carácter financiero. Para ello se ha utilizado la información contenida en la base de datos *Bloomberg*. Esta fuente de información secundaria provee de datos económicos y financieros en tiempo real sobre empresas de todo el mundo y que son ofrecidos por los principales bancos centrales, entidades financieras y de inversión, gobiernos y sus correspondientes agencias públicas.

Finalmente, el Informe anual de Gobierno Corporativo que publica la CNMV contiene un análisis de la importancia de las buenas prácticas de gobierno corporativo para aumentar la eficacia económica y reforzar la confianza de los inversores, una reseña sobre la evolución de las reglas de gobierno corporativo en el ámbito europeo e internacional, un resumen de los principales desarrollos normativos y recomendaciones de los Códigos de Buen Gobierno que se han impulsado en España en los últimos años y una descripción de las pautas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas.

Por tanto, la muestra para este estudio está compuesta por datos medioambientales, financieros y de gobierno corporativo de las 83<sup>2</sup> empresas españolas con mayor cotización para el año 2008.

### *Variables*

La variable dependiente/explicada del presente estudio mide si la empresa respondió (o no) al cuestionario enviado por el CDP. Consecuentemente, la variable dependiente es dicotómica: "la empresa sí responde al cuestionario del CDP" o "la empresa no responde al cuestionario del CDP". Las temáticas abarcadas por dicho cuestionario se dividen en cuatro áreas principales: (1) la gestión de los riesgos y oportunidades que representa el cambio climático para la actividad de la empresa, (2) la contabilización de las emisiones de gases de efecto invernadero, (3) las estrategias y acciones para reducir las emisiones, minimizar los riesgos y capitalizar las oportunidades y, finalmente, (4) la implicación del gobierno corporativo en lo relativo al cambio climático.

Las variables independientes/explicativas de nuestro estudio miden la independencia del consejo de acuerdo a dos de los principales indicadores de la misma: la existencia de un alto número de consejeros externos independientes y la separación de las funciones del presidente del Consejo y del Director

<sup>2</sup> Dos empresas fueron eliminadas del análisis por no contener información en la base de datos *Bloomberg*.

General. Ambas variables fueron obtenidas de la base del informe anual de Buen Gobierno Corporativo que publica la CNMV.

Por un lado, la variable relativa a la existencia de un alto número de consejeros externos independientes fue medida mediante el porcentaje de los mismos en cada una de las empresas (variable continua). Por otro lado, el hecho de que el director general no corresponda con la figura del presidente del Consejo de Administración de la empresa fue medido mediante una variable dicotómica que tomaba valor 1 en el caso de que sí existiese separación entre ambas funciones y tomaba valor 0 cuando no existía tal separación.

Además, para evaluar la heterogeneidad de los casos recogidos en la muestra fueron incluidas tres variables de control: la rentabilidad de la empresa, la cifra de ventas de cada empresa para el año 2008 y el hecho de que la empresa opere en un sector considerado altamente contaminante ("sucio") o en un sector con emisiones medias o bajas ("limpios"). En primer lugar, la rentabilidad de la empresa fue medida mediante la inclusión del ratio de rentabilidad sobre activos (ROA) para el año 2008. En segundo lugar, el tamaño de la empresa fue medido mediante el logaritmo neperiano de la cifra de negocios para el año objeto de estudio. Finalmente, varios estudios han determinado qué sectores de la industria manufacturera son "sucios" o "limpios" en función a su resultado medioambiental (v.g. Tobey, 1990; Gallagher y Ackerman, 2000; Mani y Wheeler, 1997). De acuerdo con estos estudios, los sectores manufactureros "limpios" o poco contaminantes suelen ser el sector textil y los sectores relativos a la fabricación de maquinaria y equipos, productos metálicos, maquinaria eléctrica, instrumentos médicos, relojes y otros equipamientos de transportes. Por el contrario, los sectores manufactureros "sucios" o altamente contaminantes son el sector papelerero, el sector químico, la transformación de productos minerales no metálicos y de metales básicos. Además, es importante resaltar que esta clasificación de sectores "sucios o limpios" se aplica a la industria manufacturera puesto que los sectores económicos que la forman producen más contaminación en el aire, en el agua y en la tierra que la industria terciaria (Stead y Stead, 1992), por lo que se considera que todas aquellas empresas pertenecientes al sector servicios son poco contaminantes. En definitiva, la variable de control "Sector" es dicotómica y toma valor igual a 1 cuando la empresa opera en sectores "limpios" y toma valor igual a 0 cuando la empresa opera en sectores "sucios". La Tabla 1 muestra las correlaciones y los principales estadísticos descriptivos de las variables comentadas.

**Tabla 1.** Estadísticos descriptivos y correlaciones de las variables

	Media	D.T.	1	2	3	4	5
<b>1. Responde CDP</b>	0.41	0,50					
<b>2. Tamaño</b>	20.95	1.92	0.41***				
<b>3. Sector</b>	0.66	0.48	0.13	-0.13			
<b>4. ROA</b>	4,52	12,78	-0.03	-0.17	0.12		
<b>5. % externos independientes</b>	35.01	16.53	0.21*	0.15	0.04	-0.22**	
<b>6. Separación</b>	0.33	0.47	-0.08	-0.26**	0.21*	0,03	-0.21**

\* p<0.1 (bilateral); \*\* p<0.05 (bilateral); \*\*\* p< 0.005 (bilateral)

### *Modelo planteado y Procedimiento estadístico utilizado para contrastarlo*

Para contrastar empíricamente las hipótesis de investigación presentadas, el modelo planteado sería:

$$\text{Responder CDP} = \alpha + \underbrace{\beta_1 \text{ Consejeros Independientes}}_{\text{Hipótesis 1}} + \underbrace{\beta_2 \text{ Separación}}_{\text{Hipótesis 2}} + \underbrace{\beta_3 \text{ ROA}_{2008} + \beta_4 \text{ Tamaño}_{2008} + \beta_5 \text{ Sector}}_{\text{Variables de control}}$$

Puesto que la variable dependiente de nuestro estudio es dicotómica, para contrastar empíricamente el modelo utilizando la muestra elegida se ha utilizado el procedimiento estadístico de regresión logística binaria. Este procedimiento estadístico resulta útil para los casos en los que se desea predecir la presencia o ausencia de una característica según los valores de un conjunto de variables independientes. Los resultados de una regresión logística se aproximan a los obtenidos mediante el procedimiento de regresión lineal simple, pero adaptados a los modelos en los que la variable dependiente es dicotómica. En nuestro análisis de regresión logística binaria, la variable dependiente fue el hecho de responder o no al cuestionario del CDP (variable "Responde CDP"). Las variables independientes se fueron incorporando al modelo mediante inclusión por pasos. El método de inclusión por pasos hacia delante comienza con un modelo que no incluye ninguna variable independiente. Mediante la inclusión sucesiva de pasos se van incluyendo las variables que son estadísticamente significativas y que más contribuyen a explicar la variable dependiente. En la regresión logística realizada en este trabajo, en el primer paso se incluyeron las variables de control (Modelo Base) y en el segundo paso se incluyeron las variables independientes (Modelo Completo). La Tabla 2 muestra los resultados de la regresión logística binaria efectuada.

**Tabla 2.** Resultados de la regresión logística binaria

Variable dependiente: "Responde CDP" N= 83	Modelo Base (Primer Paso)			Modelo Completo (Segundo Paso)		
	B (E.T.)	Wald	Exp(B)	B (E.T.)	Wald	Exp(B)
Constante	-14.86*** (3.97)	14.03		-16.46*** (4.36)	14.25	
Tamaño	0.65*** (0.18)	13.05	1.92	0.67*** (0.19)	12.05	1.96
Sector <sup>a</sup>	0.96* (0.56)	2.92	2.61	0,98* (0.58)	2.87	2.67
ROA	0.01 (0.02)	0.28	1.01	0.02 (0.02)	0.89	1.02
% Externos independientes				0.03* (0.02)	3.78	1.04
Separación <sup>b</sup>				NI	NI	NI
-2 log de la verosimilitud		92.251***			88.1***	
R2 de Nagelkerke		0,29			0,341	
Porcentaje de clasificación		72,3%			74,7%	
Prueba de Hosmer-Lemeshow		10,56			8,253	

<sup>a</sup> La categoría de referencia es "Sector sucio"

<sup>b</sup> La categoría de referencia es "No existe separación entre CEO y presidente"

\* p<0,1; \*\* p<0,05; \*\*\*p< 0,005

NI = variable no incluida en la inclusión por pasos.

## Resultados

Tal y como muestra la Tabla 2, el modelo previamente explicado es estadísticamente significativo y la progresión de su nivel de bondad indica que la inclusión de las variables independientes mejora la calidad explicativa del modelo completo. Por ejemplo, tanto el aumento en la R cuadrado de Nagelkerke como la disminución en el logaritmo de la verosimilitud indican que el modelo completo queda mejorado tras la inclusión de las variables independientes. Además, el test de bondad del ajuste de Hosmer-Lemeshow indica que el modelo es adecuado desde el punto de vista estadístico puesto que en ambos pasos la hipótesis nula de dicho test (la cual defiende la consistencia entre los valores predichos y los observados) es aceptada (significación superior a 0,1). La Hipótesis 1, que considera que al aumentar el porcentaje de consejeros externos independientes la probabilidad de contestar a cuestionarios medioambientales es mayor quedó empíricamente soportada. El coeficiente de la variable "Porcentaje de externos independientes" en la regresión logística fue positivo



y estadísticamente significativo. Además, el coeficiente exponencial de dicha variable (Columna "Exp(B)") indica que la probabilidad de que exista un mayor número de consejeros externos independientes es un 3,5% superior en el caso de las empresas que sí responden al cuestionario del CDP frente a las empresas que no lo responden. La Hipótesis 2, considera que en aquellas empresas con figuras separadas de presidente del consejo y director general la probabilidad de contestar a cuestionarios medioambientales es mayor, no quedó empíricamente soportada. El método de inclusión por pasos en la regresión logística binaria solo añade las variables que son estadísticamente significativas (con un p-valor inferior al 0,1). Por tanto, la variable "Separación" no ha sido incluida en el modelo al no establecer una relación estadísticamente significativa con la variable dependiente. De forma adicional, tanto la variable de control "Tamaño" como la variable "Sector" han sido positivas y estadísticamente significativas, lo que indica que las empresas que sí responden al cuestionario del CDP suelen tener una mayor cifra de ventas y suelen operar en sectores poco contaminantes con respecto a las empresas que no responden al cuestionario del CDP. Sin embargo, la variable "ROA" no ha resultado estadísticamente significativa, indicando que la rentabilidad de la empresa no contribuye a explicar la disposición de las empresas para responder al cuestionario CDP.

### **Discusión, limitaciones y futuras líneas de investigación**

El establecimiento de objetivos adecuados en materia de sostenibilidad medioambiental puede favorecer el posicionamiento estratégico de las empresas gracias a la mejora de su legitimidad. Para ello, es imprescindible que los grupos de interés de la empresa conozcan cual es su grado de implicación en estas iniciativas. Esto explica la creciente preocupación de las empresas por comunicar sus prácticas medioambientales. No obstante, no todas las empresas tienen la misma propensión a comunicar estas prácticas. Por ejemplo, en el caso de la iniciativa de CDP solo el 41% de las empresas invitadas respondieron al cuestionario. Este trabajo pretende poner de manifiesto cómo un adecuado diseño de los órganos de gobierno corporativo mejora la comunicación entre la empresa y sus grupos de interés y, por tanto, favorece la comunicación de prácticas medioambientales.

Por un lado, los resultados muestran cómo un mayor porcentaje de consejeros externos independientes ejerce un efecto positivo en la comunicación de prácticas medioambientales de la empresa. Este resultado apoya la línea que mantienen la mayoría de los estudios previos (Tricker, 2009, Aguilera, 2005) según la cual los consejeros independientes contribuyen al buen gobierno de

las empresas. Los consejeros independientes no solo se preocupan de los intereses de los accionistas sino que además son conscientes de las necesidades y expectativas de los diversos grupos de interés (Wang y Dewhirst, 1992). De acuerdo con los resultados de nuestro análisis podemos además contribuir a la argumentación previa a favor de los consejeros independientes, afirmando que la presencia de este tipo de consejeros en el consejo favorece su función institucional en la medida que mejora la disposición a la comunicación con los grupos de interés. Se completa así el esfuerzo llevado a cabo por otros trabajos que estudian del papel de los consejeros independientes en la empresa y que están más centrados en su función de control (Fama y Jensen, 1983 Kroll, Walters, y Wright, 2008) o en su función estratégica (Baysinger y Hoskisson, 1990; Judge y Zeithaml, 1992).

Los resultados obtenidos muestran que la existencia de figuras separadas de presidente del consejo y director general no influye significativamente en el hecho de que la empresa tenga una mayor disposición a comunicar sus prácticas medioambientales. Este resultado puede deberse a la existencia conjunta de efectos favorables y desfavorables en la combinación de figuras, llevando al propio Código Unificado a no pronunciarse en este aspecto.

Nuestros resultados tienen importantes implicaciones en dos ámbitos. En primer lugar, da respuesta a la necesidad de analizar el efecto que en la responsabilidad social corporativa, y en concreto la postura ante el reto medioambiental tiene el buen gobierno corporativo de las empresas. Estas temáticas están estrechamente vinculadas entre sí y sin embargo hasta el momento han recibido una escasa atención conjunta. Esta circunstancia puede deberse a que el estudio del gobierno corporativo de las empresas se ha realizado tradicionalmente desde el prisma la teoría de la agencia (Fama and Jensen, 1983), preocupada especialmente por la rentabilidad desde el punto de vista de los accionistas, y menos preocupada por las implicaciones sociales de las decisiones del consejo (por ejemplo, sostenibilidad, satisfacción de los empleados, entre otros). Recientemente varios autores han resaltado la necesidad de un mayor número de desarrollos en este área (v.g., Aguilera, Filatotchev, Gospel, y Jackson, 2008). El hecho de considerar exclusivamente como objetivos prioritarios de la empresa variables de desempeño, como la rentabilidad, la cifra de ventas o la productividad, ofrece una visión incompleta que debe ser completada con otros objetivos como la minimización de los impactos negativos de las actividades empresariales (Shrivastava, 1994).

En segundo lugar, este trabajo completa la literatura previa contribuyendo al debate acerca del efecto que la independencia de los consejos tiene en el desarrollo de sus funciones. Nuestros resultados muestran que empresas con consejos más independientes estarán más preocupadas por comunicar a su entorno sus avances en sostenibilidad medioambiental.

Finalmente, nuestro trabajo analiza rasgos específicos que, por su importancia, podrían ser útiles en el desarrollo de los códigos de buen gobierno e incluso en tener implicaciones para los reguladores públicos en relación a la problemática entre gobierno corporativo y medio ambiente.

No obstante, nuestro estudio no queda exento de diversas limitaciones. En primer lugar, hemos analizado el efecto de la independencia de los consejos en un limitado contexto nacional, tomando solo datos de empresas españolas. A pesar de que este hecho facilita la obtención de datos homogéneos, también implica inconvenientes a la hora de generalizar las conclusiones. En segundo lugar, el análisis se ha llevado a cabo de manera transversal. Sería interesante el desarrollo de un estudio longitudinal de los datos abarcando un periodo extenso, el cual evaluase si ha incrementado el número de empresas que participan en la elaboración del proyecto CDP. Una mayor participación podría traducirse en aumentos en el interés y la preocupación por los temas medioambientales en el ámbito empresarial.

Por tanto, el estudio de estas cuestiones sigue abierto para que potenciales investigaciones continúen analizando la temática presentada. Son muchos los aspectos cuya comprensión requiere un estudio más profundo por parte de los investigadores. Este trabajo abre la puerta a futuros esfuerzos en este camino. Por un lado, se debe seguir profundizando en el conocimiento de aquellas condiciones que ayudan a una mayor comunicación entre la empresa y sus grupos de interés en materia medioambiental. Asimismo, podría analizarse si los efectos de la comunicación se ven condicionados por características de países pues tanto el éxito de la estrategia medioambiental (Aragón-Correa y Sharma, 2003) como la efectividad del gobierno corporativo (Aguilera et al., 2008) se ven afectados por otras variables del entorno.

## Referencias

- [1] AGUILERA, R. V. (2005). "Corporate governance and director accountability: An institutional comparative perspective". *British Journal of Management*, 16(s1): S39.
- [2] AGUILERA, R. V., CUERVO CAZURRA, A. (2009). "Codes of Good Governance". *Corporate Governance: An International Review*, 17(3):376.
- [3] AGUILERA, R. V., FILATOTCHEV, I., GOSPEL, H., Y JACKSON, G. (2008). "An organizational approach to comparative corporate governance: Costs, contingencies, and complementarities". *Organization Science*, 19(3): 475.
- [4] ANDERSSON, L. M., Y BATEMAN, T. S. (2000). "Individual environmental initiative: Championing natural environmental issues in U.S. business organizations". *Academy of Management Journal*, 43(4): 548.
- [5] ARAGON-CORREA, J. A. (1998). "Strategic proactivity and firm approach to the natural environment". *Academy of Management Journal*, 41(5): 556.
- [6] ARAGON-CORREA, J. A., Y SHARMA, S. (2003). "A contingent resource-based view of proactive corporate environmental strategy". *Academy of Management Review*, 28(1): 71.
- [6][7] BAYSINGER, B., Y HOSKISSON, R. E. (1990). "The composition of boards of directors and strategic control: Effect on corporate strategy". *Academy of Management Review*, 15(1): 72.
- [8] BAINBRIDGE, S. M (2008). *The New Corporate Governance in theory and practice*. Oxford University Press Inc., New York.
- [9] BLASCO, J. L. Y SÁEZ-GALLEGO, C. (2009). "Global Reporting Initiative, la historia de un éxito". *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, 3:191.
- [10] BOYD, B. K. (1995). "CEO duality and firm performance: A contingency model". *Strategic Management Journal*, 16(4): 301.
- [11] BUYSSE, K., Y VERBEKE, A. (2003). "Proactive environmental strategies: A stakeholder management perspective". *Strategic Management Journal*, 24(5): 453.
- [12] CADBURY, A. (2002). *Corporate Governance and Chairmanship: A personal View*. Oxford University Press.
- [13] CARBON DISCLOSURE PROJECT. (2009). Global 500 Report. PricewaterhouseCoopers LLP (PwC), [www.cdproject.net](http://www.cdproject.net).

- [14] CARBON DISCLOSURE PROJECT. (2009). España: las 85 mayores empresas por capitalización. Ecología y Desarrollo. [www.ecodes.org](http://www.ecodes.org).
- [15] CÓDIGO UNIFICADO. (2006). [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo\\_unificado\\_Esp\\_04.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_unificado_Esp_04.pdf)
- [16] CORDANO, M., Y FRIEZE, I. H. (2000). "Pollution reduction preferences of U.S. environmental managers: Applying ajzen's theory of planned behavior. *Academy of Management Journal*, 43(4): 627.
- [17] DAILY, C. M., Y DALTON, D. R. (1994). "Bankruptcy and corporate governance: The impact of board composition and structure". *Academy of Management Journal*, 37(6): 1603.
- [18] DALTON, D. R., DAILY, C. M., ELLSTRAND, A. E., Y JOHNSON, J. L. (1998). "Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance". *Strategic Management Journal*, 19(3): 269.
- [19] DELMAS, M., RUSSO, M. V., Y MONTES-SANCHO, M. J. (2007). "Deregulation and environmental differentiation in the electric utility industry". *Strategic Management Journal*, 28(2): 189.
- [20] EGRI, C. P., Y HERMAN, S. (2000). "Leadership in the North American environmental sector: Values, leadership styles, and contexts of environmental leaders and their organizations". *Academy of Management Journal*, 43(4): 571.
- [21] FAMA, E. F., Y JENSEN, M. C. (1983). "Separation of ownership and control". *Journal of Law and Economics*, 26(2): 301.
- [22] FLANNERY, B. L., Y MAY, D. R. (2000). "Environmental ethical decision making in the U.S. metal-finishing industry". *Academy of Management Journal*, 43(4): 642.
- [23] FORBES, D. P., Y MILLIKEN, F. J. (1999). "Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups". *Academy of Management Review*, 24(3): 489.
- [24] GALLAGHER, K. Y ACKERMAN, F. (2000). "Trade liberalization and pollution intensive industry in developing countries: A partial equilibrium approach". Global Development and Environment Institute, Melford, Massachusetts. *Working Paper*.
- [25] HIGGS, D. (2003). *Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors*. London: DTI.

- [26] HILLMAN, A. J., Y DALZIEL, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3): 383.
- [27] JOHNSON, G., SCHOLLES, K., Y WHITTINGTON, R. (2007). *Dirección estratégica* (Séptima edición ed.). España: Prentice Hall.
- [28] JUDGE, W. Q., JR., Y ZEITHAML, C. P. (1992). "Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process" *Academy of Management Journal*, 35(4): 766.
- [29] KAKABADSE, A., KAKABADSE, N. K., Y BARRATT, R. (2006). "Chairman and chief executive officer (CEO): That sacred and secret relationship". *The Journal of Management Development*, 25(2): 134.
- [30] KASSINIS, G., Y VAFEAS, N. (2006). "Stakeholder pressures and environmental performance". *Academy of Management Journal*, 49(1): 145.
- [31] KOLK, A. (2008). "Sustainability, accountability and corporate governance: Exploring multinationals' reporting practices". *Business Strategy and the Environment*, 17(1): 1.
- [32] KOLK, A. (2003). "Trends in sustainability reporting by the fortune global 250". *Business Strategy and the Environment*, 12(5): 279.
- [33] KROLL, M., WALTERS, B. A., Y WRIGHT, P. (2008). "Board vigilance, director experience, and corporate outcomes". *Strategic Management Journal*, 29(4): 363.
- [34] MANI, M., Y WHEELER, D. (1997). "In search of pollution havens? dirty industry migration in the world economy, 1960-1995". Banco Mundial, Washington D.C.
- [35] O'SHEA, N (2005) "Governance how we've got where we are and what's next. *Accountancy Ireland*, 37: 33
- [36] RAMUS, C. A., Y STEGER, U. (2000). "The roles of supervisory support behaviors and environmental policy in employee ecoinitiatives at leading-edge European companies". *Academy of Management Journal*, 43(4): 605.
- [37] RUGMAN, A. M., Y VERBEKE, A. (1998). "Corporate strategies and environmental regulations: An organizing framework". *Strategic Management Journal*, 19(4): 363.
- [38] RUIGROK, W., PECK, S. I., Y KELLER, H. (2006). "Board characteristics and involvement in strategic decision making: Evidence from swiss companies". *Journal of Management Studies*, 43(5): 1201.

- [39] RUSSO, M. V., Y FOUTS, P. A. (1997). "A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability". *Academy of Management Journal*, 40(3): 534.
- [40] SHARMA, S. (2000). "Managerial interpretations and organizational context as predictors of corporate choice of environmental strategy". *Academy of Management Journal*, 43(4): 681.
- [41] SHARMA, S., Y HENRIQUES, I. (2005). "Stakeholder influences on sustainability practices in the canadian forest products industry". *Strategic Management Journal*, 26(2): 159.
- [42] SHARMA, S., Y VREDENBURG, H. (1998). "Proactive corporate environmental strategy and the development of competitively valuable organizational capabilities". *Strategic Management Journal*, 19(8): 729.
- [43] SHRIVASTAVA, P. (1995). "Environmental technologies and competitive advantage". *Strategic Management Journal*, 16: 183.
- [44] STEAD, W. E. Y STEAD, J. (1992). *Management for a small planet*. Newbury Park, California: Sage Publications.
- [45] TOBEY, J. (1990). "The Effects of Domestic Environmental Policies on Patterns of World Trade". *Kyklos*, vol. 43(2), pages 191.
- [46] TRICKER, B. (2009). *Corporate Governance. Principles, Policies and Practices*. Oxford University Press Inc., New York.
- [47] WANG, J., Y DEWHIRST, H. D. (1992). "Boards of directors and stakeholder orientation". *Journal of Business Ethics*, 11(2): 115.
- [48] WESTPHAL, J. D. (1999). "Collaboration in the boardroom: Behavioral and performance consequences of CEO-board social ties. *Academy of Management Journal*, 42(1): 7.
- [49] ZAHRA, S. A., Y PEARCE, J. A., II. (1989). "Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model". *Journal of Management*, 15(2): 291.





# Sistemas de gobierno corporativo en las empresas propiedad de los trabajadores

Alfonso Carlos Morales Gutiérrez<sup>1</sup>,

*Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales ETEA*

*Universidad de Córdoba*

*e-mail: amorales@etea.com*

J. Antonio Ariza Montes,

*Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales ETEA*

*Universidad de Córdoba*

*e-mail: ariza@etea.com*

## Resumen

Los estudios académicos específicos sobre las empresas propiedad de los trabajadores realizados a nivel de gobierno corporativo –sobre todo a nivel nacional– pueden considerarse escasos y la investigación empírica bastante incipiente. En este trabajo nos hemos centrado en realizar un estado de la cuestión a través de los diversos estudios empíricos de diferente enfoque, alcance y significación, que ya sea directa o indirectamente han abordado aspectos tales como los órganos de gobierno o la dirección en este tipo de organizaciones. Los principales temas tratados han sido las diversas opciones o sistemas de gobierno que utilizan, las dificultades para establecer una diferenciación entre principal-agente (socios-gerente) en un contexto democrático, los mecanismos de control societario –internos y externos–, y la situación respecto a la equidad en cuestiones de género.

<sup>1</sup> Los autores desean hacer constar su agradecimiento a los evaluadores anónimos, cuyas constructivas sugerencias han contribuido a mejorar el trabajo en su versión actual. Los errores o carencias que aun pueda presentar son, por supuesto, responsabilidad de los autores.

## **Palabras clave**

Cooperativas, Trabajo asociado, relación de agencia, gobierno de la empresa.

Clasificación JEL: J54. Cooperativas de productores; Empresas gestionadas por los trabajadores.

## **Abstract**

The academic studies about corporate government in Worked Ownership Firms are insufficient and the empirical research extremely incipient. In this work, we have analyzed the state of the question across the empirical studies that have investigated –with different meanings, scopes and approaches–, such aspects as the organs of government or type of management in this model of organizations. The main topics that have been treated in this article are the alternative systems of government used in Worked Ownership Firms, the difficulties to establish a differentiation among principal and agent (Theory of Agency) in a democratic context, the highest mechanisms of control –internal and external– of the society, and the gender equity in these models of organizations

## **Key words**

Co-operatives, worker co-operatives, the agency relationship, corporate governance.

JEL Classification: J54 - Producer Cooperatives; Labor Managed Firms; Employee.

## Introducción

Las investigaciones sobre el gobierno corporativo en las dos últimas décadas se han centrado fundamentalmente en las relaciones entre accionistas y directivos, relegando a un segundo plano el papel que pueden adoptar los trabajadores pese a que el “capital humano” se está convirtiendo rápidamente en la fuente más importante de valor para las empresas. No obstante, como respuesta a la evolución progresiva en las últimas décadas de la relación entre capital y trabajo (Dow y Putterman, 1999), existen ciertas líneas de investigación que intentan superar este paradójico desfase. En primer lugar se encuentra el ascenso (Mathieu, 2009) particularmente notable<sup>2</sup>, del “share capitalism” (Krusse y Blasi, 1997; Kruse, 2002; Kruse, Freeman y Blasi, 2010), un sistema en el que los trabajadores llegan a ser copropietarios parciales de sus empresas y, por tanto, adquieren una condición de grupo de interés especialmente relevante. En segundo lugar, se podría citar el impulso cada vez mayor de la función de recursos humanos, mediante la implantación de sofisticados planes de compensación y de mecanismos de participación interna en el contexto de la inversión en capital humano específico (Robinson y Zhang, 2005), así como por el desarrollo de instrumentos para incorporar la voz de los trabajadores en el gobierno (Blair y Roe, 1999). La relevancia de estas prácticas en países de larga tradición como Alemania –donde podríamos remontarnos al fenómeno de la cogestión–, Japón y recientemente Estados Unidos constituye una muestra de su alcance. Por último, habría que destacar el fenómeno de las empresas que incorporan en su diseño corporativo un modelo autogestionario, con especial importancia cualitativa en Italia (Gagliardi, 2009) y España (Morales, Martín y Lejarriaga, 2008), pero también de creciente interés en países latinoamericanos como Colombia (CONFECOOP, 2009) o Uruguay (Burdín y Dean, 2008). Nos referimos a las empresas propiedad de los trabajadores (EPT), reflejadas en la literatura económica como *Labour-Managed Firms* (LMFs) (Rooney, 1992; Jansson, 1986) o como *Worked Ownership Firms* (Thordarson, 1987)<sup>3</sup>.

El presente estudio se sitúa en el estudio del gobierno en esta situación peculiar de los factores capital-trabajo, mostrando en el caso español las prácticas y problemáticas que se manifiestan en sus variantes jurídicas más representa-

<sup>2</sup> En 1986 el número de trabajadores accionistas en Europa ascendía a 9,3 millones. Si un diez por ciento de las grandes empresas en Europa desarrollaban planes de accionariado asalariado hoy día el porcentaje se sitúa en el 91%. (<http://www.efesonline.org/EFES%20NEWS/2010/EFES%20NEWSLETTER%20-%203-2010%20EN.htm>)

<sup>3</sup> Otras denominaciones utilizadas son empresas autogestionadas (Morales al, 2003), de participación (García Gutiérrez y Lejarriaga, 2002) o empresas de trabajo asociado (Morales, 1996 y 1998).

tivas. Las EPT se encuentran recogidas en España bajo dos fórmulas jurídicas diferentes: las cooperativas de trabajo asociado (CTA) o de trabajadores –como se conocen en otros países– con una gran tradición legislativa a nivel nacional y autonómico, y las sociedades laborales (SLAB), ya sea en su variante anónima (reguladas específicamente en la década de los años ochenta) o limitada, reconocida como tal en los noventa.

En la regulación jurídica actual, tanto las CTA como las SLAB comparten algunos rasgos: cierta limitación *capitalista* –control por parte de los trabajadores–, carácter *igualitario* –ninguno de los socios puede disponer de una parte del capital que le garantice el control de la sociedad– y naturaleza *personalista* –títulos nominativos de capital social y transmisibilidad condicionada–. Este diseño, formulado jurídicamente, da lugar a la constitución de un modelo de empresas integradas singularmente por tres tipos de grupos de interés diferenciados: los *trabajadores-propietarios*, que desarrollan su actividad en la empresa y participan en su gestión y beneficios (lo que le confiere su especificidad); los *socios capitalistas*, es decir, personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, que solo aportan capital y que poseen un derecho limitado en su participación en la gestión y excedentes; y, por último, los *trabajadores asalariados*, cuya aportación se circunscribe al factor trabajo y cuyo número suele estar restringido, tanto en el caso de las CTA como en el de las SLAB, como condición necesaria para el acceso a determinadas ventajas fiscales.

Sin embargo, un rasgo definitorio propio de las CTA es que estas empresas se ajustan a principios *obligatorios* de la doctrina cooperativa, como el voto democrático (*un socio, un voto*) y el reparto del excedente en función de la actividad cooperativizada (sociedad de personas), mientras que en las SLAB estos criterios pueden considerarse como *opcionales*, puesto que tanto el derecho al voto, como el reparto del beneficio, pueden realizarse en función del capital aportado (sociedad de capitales). Pese a ello, estas diferencias, teóricas y apriorísticas, no se ajustan con la realidad que se vislumbra en los diversos estudios de campo. En el *Informe General del Libro Blanco* (Monzón y Morales, 1996), que ofreció un análisis conjunto de las empresas propiedad de los trabajadores españolas (CTA y SAL), se muestra una similitud de fondo entre la CTA y la SLAB, más allá de sus diferencias jurídicas. Algunos datos confirman esta tesis. Así, casi el 82% del capital social de las sociedades laborales pertenecía a sus socios de trabajo y, además, dicho capital estaba repartido de forma muy igualitaria entre ellos (el 83% de los socios de trabajo poseía la misma proporción de capital social). Por lo que respecta a los socios capitalistas, estos poseían solo el 17% del capital social y existen razones suficientes para pensar que, en buena

medida, se trataba de capital familiar. En efecto, el hecho de que dicho capital esté distribuido de forma muy igualitaria entre los “capitalistas” y que el 58% de dichos socios fueran mujeres aconseja aceptar la hipótesis de una fuerte presencia de socios capitalistas con vínculos familiares.

Si tenemos en cuenta la especificidad de las EPT, podríamos afirmar que la mayor parte de los trabajos teóricos y empíricos sobre el gobierno corporativo no la tienen en cuenta por razones de relevancia cuantitativa. Por ejemplo en España, uno de los países junto con Italia con mayor número de este tipo de empresas, solo el 0,6% de las PYMES<sup>4</sup> son CTA. No obstante, estos indicadores no son suficientes a la hora de considerar la realidad de las EPT, sobre todo a nivel europeo y estadounidense, ya que también podrían incluirse las EPT bajo cierto control de los trabajadores ya sea, o no, mayoritario. Se trataría del fenómeno de los trabajadores-accionistas de importancia creciente a tenor de los últimos datos<sup>5</sup>.

Esta presencia desigual en el mercado constituye un punto de partida común a la hora de establecer la viabilidad de las EPT, ya que tanto estas como las PMFs tendrían, en principio, la misma oportunidad de constituirse (Serra Ramoneda, 1986; Salas Fumas, 1987; Morales *et al*, 2003). En esta línea argumental podrían citarse los trabajos de la escuela de Cornell, con Vanek (1989) a la cabeza, y las fuerzas de autoextinción, inestabilidad (o degeneración hacia PMFs) en las EPT: las dificultades para flexibilizar los casos de despido, la no sustitución de las bajas de socios o la propensión a contratar trabajadores no socios, y la tendencia al consumo del capital y recuperación de su inversión (Meade, 1972; Furutbon y Pejovich, 1974; Ben-Ner, 1984) entre otras.

Sin embargo, no todas las explicaciones de esta situación de desigualdad entre PMFs y EPT aducen razones de origen intrínseco. También existen perspectivas diferentes, en este caso positivas, sobre la viabilidad del diseño institucional

<sup>4</sup> Las PYMES en España cuenta con dos fórmulas jurídicas predominantes: la persona física (empresarios autónomos, sobre todo) y la sociedad limitada, que comprenden el 55,9% y el 35,6% respectivamente de la realidad de la PYME en el 2008. En segundo lugar pueden distinguirse otras dos opciones, una clásica –en lento retroceso– como es la sociedad anónima (más ajustada para la gran empresa) y otra que emerge progresivamente (por sus ventajas fiscales, sobre todo) como es la comunidad de bienes, que abarcan el 3,4% y el 3,6% en el 2008 de la población de PYMES. En tercer lugar encontramos las cooperativas que solo representan el 0,8% del total de PYMES en España a nivel de entidades, y, en el caso de las CTA, en torno al 0,6% (Fuente: PYMES para el año 2008 consulta realizada hasta empresas de 199 trabajadores DIRCE en <http://www.ine.es/jaxiBD/tabla.do?per=12&type=db&divi=DIR&idtab=1>; para las CTA, <http://www.mtin.es/es/empleo/economia-soc/EconomiaSocial/estadisticas/>).

<sup>5</sup> Uno de los fenómenos que podrían incluirse serían los ESOP (*Employee Stock Ownership Plan*) cuya popularidad en EEUU y Gran Bretaña ha aumentado desde la segunda mitad de los años ochenta. El fenómeno ESOP podríamos englobarlo como un procedimiento financiero, promovido por el Estado mediante incentivos fiscales, de acceso de los trabajadores a la propiedad capitalista de su empresa (Ellerman, 1984; Morales, 1996). La mejora de la competitividad en empresas propiedad de los trabajadores parcialmente bajo la fórmula ESOP (debido a la reducción de conflictos, mejora en los incentivos, aumento del compromiso, entre otros aspectos) en los países anglosajones ha sido estudiada empíricamente por diversos estudios (Kruse, 1997, 2002): al menos treinta y dos en los últimos veinte años. En estos estudios se comparan, además de otros aspectos, los resultados entre empresas con ESOP y sin él, o los efectos en las empresas después de acogerse a un plan de estas características.

participativo de las EPT, explicando su carácter minoritario a factores extrínsecos. Jones y Svejnar (1982), en su análisis sobre la recopilación de estudios empíricos, informan que parece ser que existe un apoyo consistente a que la participación de los trabajadores en la dirección origina una productividad más elevada. Pero es sin duda un conjunto de investigaciones, realizadas en la década de los noventa, donde se llega a afirmar en uno de sus trabajos (Levine y Tyson, 1990; un resumen de unos cuarenta y tres estudios distintos) que *“nuestra valoración global de la literatura empírica de la economía, de las relaciones industriales, de la conducta organizativa y de otras ciencias sociales, es que la participación normalmente conduce a unas pequeñas mejoras a corto plazo en la realización y, a veces, conduce a mejoras significativas y duraderas... Casi nunca hay un efecto negativo* (Levine y Tyson, 1990: pp. 205-214). Por ello, la conclusión es que la participación tiende a incrementar la productividad con mayor intensidad cuando viene combinada con: 1) la participación en beneficios, 2) el empleo garantizado a largo plazo, 3) unos abanicos salariales relativamente ajustados y 4) unos derechos laborales garantizados (Blinder, 1990), lo que constituye un diseño muy próximo al que se establece en una EPT tradicional.

Los estudios empíricos a nivel internacional sobre eficiencia comparada –PMF versus EPT– no son del todo concluyentes<sup>6</sup>. A nivel español pueden destacarse como trabajos más relevantes los de Bayo-Moriones, Galilea-Salvatierra y Merino-Díaz de Cerio (2002) y los Landeta, Albizu y Charterina (2006) que comparan CTA y PMFs, por un lado, y los de Montserrat Jaume (1992), Muñoz Castellanos (2000) y Melgarejo (2007) referidos a SLAB y PMFs, por otro. Los resultados de estas investigaciones no muestran, en general, diferencias significativas en relación las CTA, aunque respecto a las SLAB los hallazgos son tanto positivos –mejores tasas de supervivencia- como favorables, en determinadas ocasiones, para las PMFs<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> También existen trabajos referidos a las cooperativas agrarias y de servicios en los que se muestra esta situación. Existen trabajos que sugieren que las empresas tradicionales son más eficientes (Ferrier y Porter, 1991; Porter y Scully, 1987), frente a otras investigaciones que afirman que las cooperativas lo son más (Singh et al, 2001; Babb y Boyton, 1981), e incluso existen otros estudios que no han logrado hallar diferencias significativas entre ambos modelos organizativos (Mosheim, 2002; Jones et al, 1998; Akridge y Hertel, 1991).

<sup>7</sup> En el trabajo de los profesores de la Universidad de Navarra se realiza una comparación de los efectos de la participación en los resultados utilizando una muestra de 965 empresas, concluyendo, por un lado, que no existen diferencias significativas entre las empresas EPT y PMFs, y que la introducción de prácticas participativas generan efectos positivos independientemente del tipo de empresa en donde se introduzcan. La profesora Montserrat Jaume (1992) compara la rentabilidad de veinte SLAB con la de otras tantas PMF –ambas pertenecientes a Cataluña durante el periodo comprendido entre 1986 y 1989– utilizando como fuente de datos los aportados por la Federación Catalana de Sociedades Laborales y los que suministra la Central de Balances del Banco de España. La profesora Castellanos (2000) abordó el estudio comparativo (26 SAL, 37 SA, y 37 SL) con una metodología diversa y multifactorial. Los resultados demuestran que las sociedades limitadas mejoran o igualan cuatro de los nueve factores considerados, mientras las sociedades anónimas alcanzan siete y las SLAB solo tres. Analizando los factores internos, en donde las diferencias son más acusadas, las SLAB no presentaban inconvenientes en la localización y obtenían mejor situación de riesgo que las sociedades limitadas, aunque presentaban como inconvenientes una relación rentabilidad-antigüedad negativas y un mayor nivel de integración.

El debate, tanto a nivel teórico como empírico, continúa desde distintas perspectivas y enfoques<sup>8</sup>. Como indica Clarke (1984) no puede concluirse *“que la simple transferencia de propiedad privada a los trabajadores obrará una transformación casi milagrosa en la seguridad de puestos y en las actitudes hacia el trabajo. Una vez que se sobrepasa el modo artesanal de producción, la propiedad por parte de los trabajadores resulta indiferente*. La tenencia de acciones en la empresa puede fomentar una sensación de propiedad del puesto pero, en la realidad, la estabilidad en el empleo depende sobre todo del mercado. En otras palabras, aunque la transferencia de propiedad a la colectividad de los trabajadores es una condición necesaria para la transferencia de control, no es de ninguna manera una condición suficiente.

El enfoque propuesto desde perspectivas –como la teoría de la agencia– que ayudan a comprender la dinámica del gobierno corporativo (Berle y Means, 1932; Marris 1964; Jensen y Meckling, 1976 y Fama y Jensen, 1983) se inclinan hacia la “desventaja” que implica ser una EPT, argumentando que las empresas pierden eficiencia cuando la propiedad se fragmenta y se carece de los mecanismos adecuados para controlar la conducta de los directivos, ya que estos pueden ser más proclives a desarrollar conductas oportunistas, por un lado, mientras los propietarios se encuentran desincentivados para controlarlos, por otro.

Además la propia Alianza Cooperativa Internacional (ACI) –institución representativa del movimiento cooperativo– se ha preocupado, desde mediados de la década de los noventa, de la problemática del gobierno en las cooperativas en general (de trabajadores fundamentalmente, y por tanto EPT, pero también agrarias, de consumo, etc.), identificando importantes deficiencias tanto a nivel directivo como a nivel de órganos de gobierno en el ámbito europeo. A nivel directivo advierte como problemas relevantes los nombramientos de directivos asalariados incompetentes, o con poco interés hacia los socios, pero con un interés considerable en los planes de expansión de la cooperativa y las oportunidades de carrera profesional. A nivel de gobierno en general, y de su principal órgano supervisor –el consejo rector– en particular, indican los riesgos que supone la falta de capacidad técnica de sus componentes para desempeñar con eficacia las tareas de supervisión, la ausencia de poder efecti-

<sup>8</sup> El estado de la cuestión parece situarse en estos términos: *“Para bajos niveles de riqueza de los trabajadores, la desventaja financiera de las firmas democráticas predominará sobre sus ventajas en términos de regulación del esfuerzo laboral. La organización capitalista será hegemónica salvo en aquellos sectores con bajos requerimientos de capital por trabajador y donde la organización democrática del proceso de trabajo presente ventajas absolutas. A medida que la riqueza de los trabajadores aumenta, sectores que previamente presentaban una intensidad de capital prohibitiva para las firmas democráticas podrían comenzar a exhibir un mejor desempeño bajo esta nueva forma de organización. En el extremo, cuando el nivel de riqueza de los trabajadores sea tal que estos se vuelvan neutrales al riesgo, las firmas democráticas dominarán a las capitalistas en todos los sectores donde la organización democrática supere a la capitalista en términos de regulación del esfuerzo laboral”* (Burdin y Andrés, 2008).

vo ligada a la escasez de información relevante sobre la entidad, o la reducida capacidad crítica dados los fuertes vínculos existentes entre los directivos asalariados y los miembros del consejo rector, entre otras.

A pesar de esta situación los estudios académicos específicos realizados a nivel de gobierno corporativo<sup>9</sup> –sobre todo a nivel nacional<sup>10</sup>– pueden considerarse escasos y la investigación empírica bastante incipiente<sup>11</sup>. En este trabajo nos hemos centrado en alguna de estas cuestiones, pero sobre todo en aquellas de las que podemos obtener inductivamente algunas conclusiones a través de los diversos estudios empíricos de diferente enfoque, alcance y significación, que ya sea directa o indirectamente (ver cuadro 1) han abordado aspectos tales como los órganos de gobierno o la dirección en las EPT.

<sup>9</sup> La problemática sobre el gobierno en otro tipo de cooperativas –agrarias, crédito y consumo, sobre todo– es más abundante tanto a nivel nacional (Mozas, 2004 y 2008; Hernández Ortiz et al, 2004 y 2008; Salazar y Gorrioz, 2008) como internacional (Sargent y Nicholls, 1994; Lees, 1995; Itkonnen, 1996; Davis, 1998) pero el contexto de este tipo de organizaciones es tan diferente que son mayores las diferencias con las EPT que las posibles similitudes.

<sup>10</sup> A nivel internacional pueden verse, entre otros, los trabajos sobre cooperativas francesas (Huntzinger y Moysan-Louazel 1998, 1999; Bataille-Chedotel y Huntzinger, 2004), cooperativas italianas (Marocchi y Zandonai, 1997; Zandonai y Pezzini, 2004) o cooperativas portuguesas (Barros et al, 2000; Pestana y Gomes, 2003).

<sup>11</sup> Conviene tener en cuenta considerar que el caso especial de Mondragón Corporación Cooperativa (MCC) tendría que incluirse como una EPT. Esta experiencia concentra el interés de numerosas investigaciones tanto a nivel nacional (Aranzadi, 1976; Pérez Calleja, 1995) como internacional (Thomas y Loghan, 1980; Bradley y Gelb, 1981 y 1982; Gutiérrez Johnson, 1992, entre otros) si bien su perfil y características propias la alejan del tipo de PYME al que fundamentalmente se refieren nuestras reflexiones. De hecho, solo a nivel de empleo, la dimensión de MCC correspondería a la que podrían generar varios miles de CTA y SLAB: 40.822 trabajadores en el 2008, de los cuáles el 83% serían cooperativistas, y por tanto, socios de una EPT.



**Cuadro 1.** Fuentes de datos sobre el gobierno en las EPT

Variables objeto de interés a nivel de GOBIERNO	Autor, año	Sujeto y Alcance	
		Tipos de empresa	Alcance del estudio a nivel geográfico
<b>Composición de los órganos sociales</b>	Libro Blanco de la Economía Social en España (1991)	CTA y SLAB	España
	González y Rodríguez (1987)	CTA (294)	Castilla y León
	Libro Blanco de la Comunidad Valenciana (1998)	CTA y SLAB	Comunidad Valenciana
	COCEA (1998)	CTA (sector social)	España
<b>Funcionamiento de los órganos sociales</b>	García Blanco y Gutiérrez (1990)	SLAB y PMFs	Asturias
	Delicado et al (1991)	CTA	Comunidad Valenciana
	Jordan (2004)	CTA	Galicia
	Jiménez Mayordomo (2007) Romero Ramírez y Pérez García (2003)	CTA (231)	Andalucía
<b>Datos sobre los directivos</b>	Orellana (1995, 2004)	CTA (27) y SLAB (18)	Comunidad Valenciana
	Ausín (2002); García-Gutiérrez y Lejarriaga (2005)	CTA y SLAB	Madrid
<b>Igualdad de oportunidades en el gobierno</b>	Escola Universitària d'Estudis Empresarials (1999) Ribas Bonet (2006) Esteban, Gargallo y Pérez (2010)	CTA (125) Cooperativas en general	Comunidad Valenciana País Vasco Aragón (Teruel)
	UPD (2002)	CTA (272)	Córdoba
	<b>El gobierno en las empresas del Grupo MCC</b>	Aguirre (2006) Surroca (2006, 2007) Elio (2007)	CTA

**Fuente:** elaboración propia.

Los principales temas tratados serán fundamentalmente las diversas opciones o sistemas de gobierno, las posibles dificultades para establecer una diferenciación entre principal-agente (socios-gerente) en un contexto democrático, los niveles y prácticas de información y comunicación accesible a los trabajadores-socios, los mecanismos de control societario –internos y externos–, y la equidad en cuestiones de género. Este trabajo finaliza con unas conclusiones a nivel recapitulatorio.

## Modelos de gobierno corporativo en una EPT

Distintos estudios realizados en el territorio español (González y Rodríguez, 1987; Palacian y Albors, 1989; Monzón y Barea, 1991; COCETA, 1998; Tomás Carpi y Monzón Campos, 1998) han ido mostrando que no todas las EPT señalan la existencia de una figura de máximo responsable de la organización, y aun menos si este gerente es un contratado (trabajador no socio). Esta falta de diferenciación entre gobierno y dirección permite deducir la existencia de al menos tres modelos básicos de gestión de las empresas autogestionadas: el monista colectivo y el individual –que encajaría con el sistema “personalista” propio de las empresas familiares (Salas Fumas, 2002)– y el dualista. A continuación se exponen las principales características de estos sistemas de gobierno.

### *a) Monista colectivo*

Se trataría de entidades en las que no existe la figura del directivo, sino que esta función es asumida por órganos colectivos como la asamblea –organizaciones muy pequeñas– o como el consejo rector. Un 87% de las CTA en Extremadura (Ausín, 2002) y un 67,12% en la comunidad de Madrid (García-Gutiérrez y Lejarriaga, 2005) seguirían este modelo (no tienen gerente) mientras que esta cifra se sitúa en el 26% en el caso de las SLAB madrileñas y en un 31,4 para las extremeñas. Según el estudio de Jiménez Mayordomo (2007) referido a las CTA andaluzas, el recurso a la Asamblea Universal se utiliza en más del 66% de los casos, por su operatividad, y posiblemente porque asume de hecho labores de dirección, de tal modo que, en la práctica, los componentes del consejo rector y la asamblea coinciden. Esta posible confusión entre consejo rector y asamblea se manifiesta en el hecho de que en un 21,4% de los casos los consejos rectores han tenido que rectificar decisiones de su competencia por empeño de la asamblea general. Un factor explicativo lo encontraríamos al tratar con entidades de reducida dimensión. De hecho, según la base de datos del Ministerio de Trabajo e Inmigración, las CTA, una de las EPT más relevantes, de diez o menos trabajadores, aglutinan el ochenta por ciento de este tipo de entidades.

El impacto de la dimensión era recogido en el estudio de González y Rodríguez (1987) (Cuadro 2), el modelo monista-colectivo (decisiones entre todos los socios) pasaba de representar un 35,6% de las cooperativas más pequeñas (siete socios o menos), a tan solo un 8,9% de las grandes (aquellas integradas por 15 socios o más).

**Cuadro 2.** Modelos de gobierno corporativo en CTA según tamaño y origen

	Total	TAMAÑO			ORIGEN	
		<7	8-14	>15	Experiencia Anterior	Nueva Creación
<b>Totales Absolutos</b>	294	90	125	79	96	163
<b>El presidente</b>	37,1%	34,4%	38,4%	38,0%	52,7%	29,0%
<b>Todos los socios</b>	24,8%	35,6%	27,2%	8,9%	15,1%	29,5%
<b>El Consejo rector</b>	21,8%	13,3%	18,4%	36,7%	21,5%	22,4%
<b>Un socio no directivo</b>	5,1%	5,6%	3,2%	7,6%	3,2%	6,6%
<b>Un socio directivo</b>	3,7%	2,2%	5,6%	2,5%	3,2%	3,8%
<b>Un grupo de socios</b>	1,4%	2,2%		2,5%	3,2%	0,5%
<b>Un gerente contratado</b>	1,4%		2,4%	1,3%		2,2%
<b>NS/NC</b>	4,7%	6,7%	4,8%	2,5%	1,1%	5,5%

**Fuente:** González y Rodríguez, (1987: p. 78).

A nivel sectorial tenemos el caso de las cooperativas de iniciativa social (CO-CETA, 1998), en las que una de cada cuatro sigue el modelo colectivo, de tal modo que en el 17% de los casos la gestión la asume el consejo rector, y en el 8% restante se alcanza de manera asamblearia.

Otro posible factor a considerar sería el origen de la iniciativa. En el estudio de González y Rodríguez (1987) (Cuadro 2), la fórmula asamblearia (entre todos los socios) pasa de un 15,1% en las CTA que tenían experiencia previa a un 29,5% de aquellas de nueva creación.

### *b) Monista-individual*

En este modelo de gobierno la función directiva sería asumida por la persona que tiene el máximo poder de representación social, ya sea el propio presidente de la cooperativa o la figura de administrador único. En el caso de las cooperativas de iniciativa social (COCETA, 1998) existía un sistema monista-individual como opción mayoritaria de modelo de gobierno: ya sea como gerente-socios (33%) o como presidente que realiza estas labores (29%). En el caso de las CTA extremeñas (Ausín, 2003) un 72% tenía gerente-socio. La presencia de este modelo monista-individual también puede deducirse en el estudio sobre las CTA en Galicia (Jordán, 2004) cuando se cuestiona a estas entidades sobre las diferentes áreas en las que intervienen los agentes clave en el gobierno empresarial: el presidente/a asume los porcentajes más elevados en la mayoría de asuntos (Cuadro 3).

**Cuadro 3.** Porcentaje de participación de diferentes agentes en el gobierno de las CTA

	Otros	Socios	Asambleas	C.Rector	Presidente	Gerente
<b>Representación</b>	–	8,3%	–	–	83,3%	8,3%
<b>Relación socios/as</b>	–	8,3%	15,6%	–	66,6%	8,3%
<b>Planificación</b>	4,0%	10%	20%	–	30%	–
<b>Gestión administrativa</b>	28,6%	7,1%	–	7,1%	50%	7,1%
<b>Gestión compras</b>	–	16,6%	–	–	66,6%	15,6%
<b>Gestión ventas</b>	22,2%	11%	11%	–	44,4%	11,1%
<b>Gestión personal</b>	–	11%	44,4%	–	33,3%	11,1%
<b>% decisiones tomadas</b>	14%	9,7%	12,5%	1,3%	54,2%	8,3%

**Fuente:** Jordán (2004)

La presencia de este modelo también observarse por otras figuras de gobierno. En el estudio de Jiménez Mayordomo (2007) se pone de manifiesto que un 22,71% de las cooperativas analizadas disponían de administrador único, lo que evidencia que es esta una opción bastante utilizada y en posible crecimiento, fundamentalmente por la facilidad operativa de gestión que supone.

### *c) Modelo dualista*

En este modelo convive tanto la figura de la dirección como su diferenciación respecto a la propiedad (contratado/a laboral). En este caso, en la cooperativa se crean puestos de responsabilidad (director general, directores de departamento, etc.) que son ocupados por profesionales de diferentes áreas, profesionales que ayudan y asesoran a los socios y al consejo rector en la adopción de decisiones y, posteriormente, se responsabilizan de su ejecución (Rodríguez y Mozas, 2003). Esta sería quizás la opción minoritaria respecto a las anteriores opciones monistas a la luz de los diversos estudios. Un 8,3% de las CTA y un 5,5% de las SLAB en la comunidad de Madrid (García-Gutiérrez, Lejarriaga, 2005), un 4,4% de las extremeñas (Ausín, 2002) y hasta un 24,5% en el caso gallego, disponían un gerente contratado. Los resultados disponibles a nivel sectorial mantienen cifras similares: en el caso de las CTA de iniciativa social (COCETA, 1998), solo un 8% de las entidades utilizaba un modelo dualista. No obstante conviene considerar a la hora de establecer conclusiones respecto a la adopción de esta opción dualista en las EPT factores tales como la actividad empresarial, la forma jurídica o la dimensión de la empresa.

El análisis sectorial del estudio ya citado de González y Fernández (1987) revelaba que los ámbitos en donde la figura del gerente se generalizaba eran sobre

todo metal-maquinaria (100%) y todos los subsectores de servicios a empresas (100%) y comercio (82,4%), frente a los sectores otras industrias (67,2%), o construcción (59,7%) en donde su presencia se reducía considerablemente. Por su parte, en el estudio de Tomás Carpi y Monzón Campos (1998) referido a la Comunidad Valenciana, un 90,1% de las CTA de gran tamaño –con plantilla superior a los 25 trabajadores–, afirmaba tener gerente, frente al 70% de las de tamaño pequeño –de 1 a 10 trabajadores– y al 70,8% de las de tamaño mediano –de 11 a 25 trabajadores–. Por término medio, el 71,6% de las CTA tenía gerente, pero la cifra aumentaba veinte puntos aproximadamente en el caso de las sociedades laborales. En un primer término, el 91% eran socios de sus empresas aunque el porcentaje descendía al 50% cuando la entidad tenía más de 51 trabajadores.

Seguidamente analizaremos otras posibles causas, teóricas y empíricas, que pueden explicar esta situación minoritaria de la opción “dualista” además de los factores contingentes ya enunciados.

### **Dificultades para la profesionalización directiva en una EPT**

En las EPT existe –aunque sea de forma implícita– la búsqueda de cierto equilibrio tanto entre la prioridad en la asignación de recursos –el factor trabajo versus factor capital– como entre el trabajo de naturaleza productiva y aquellas tareas relacionadas con el gobierno corporativo. Por lo general, una EPT “ideal” sería aquella que consigue, en el medio y largo plazo desde cierta coherencia entre los valores de igualdad y solidaridad, una relación óptima en estas dimensiones para responder eficazmente a los requisitos de funcionalidad y viabilidad impuestos por su necesaria actuación en el mercado.

El logro de este equilibrio precisa el establecimiento de una doble instancia de decisión que permita defender, en condiciones equiparables, tanto los ideales del grupo humano como las exigencias que se derivan del desarrollo empresarial. De ahí la conveniencia de desarrollar una estrategia de buen gobierno que diferencie y separe escrupulosamente la representación social –órganos rectores– y la función gerencial, aunque, como veremos, determinados factores no permitan esta distinción en muchas ocasiones.

La literatura económica internacional ha retomado esta problemática desde la dificultad que supone la adopción democrática de decisiones en una EPT (Jensen y Meckling, 1979; Hansmann, 1990). De ahí que la empresa con pretensiones democráticas podría fracasar –lo que explicaría razones de ineficiencia in-

trínseca para justificar su presencia minoritaria– cuando los directivos no sean capaces de supervisar de forma eficiente a los trabajadores (Webb y Webb, 1920) o cuando no se utilice adecuadamente el escaso talento directivo o las habilidades no directivas de los trabajadores operativos (Williamson, 1980).

Jensen (1986) destaca los sistemas de incentivos, básicos para el desarrollo de las relaciones de cooperación como uno de los mecanismos internos de control para resolver precisamente el problema de los costes organizacionales. La dificultad para realizar un trabajo en condiciones de gestión democrática se torna más complicada cuando las posibilidades de incentivarlas económicamente resultan muy difíciles. Algunos estudios (Barlett *et al*, 1992) realizados – referidos en este caso a las cooperativas de trabajadores en Italia– evidencian, por ejemplo, diferencias significativas entre CTA y PMFs a nivel de remuneraciones, o lo que es lo mismo, diferente capacidad de incentivación para atraer a los mejores directivos.

El nivel salarial relativamente bajo aparentemente alcanzado por los directivos de las EPT (cooperativas en este caso) sería susceptible de ser interpretado de varias formas. Un razonamiento en sentido positivo podría ser que los socios de la EPT –en especial el cuerpo directivo, que debe de tener una participación financiera en la empresa– aceptarían una remuneración periódica relativamente baja a la espera de niveles relativamente altos de crecimiento y de ventas y, como consecuencia, unos ingresos futuros más elevados (Barlett, 1987). Pero también podría interpretarse, en sentido negativo, como una demostración de facto de la poca capacidad que tiene una EPT para captar e incentivar el talento directivo necesario para desarrollar competitivamente una unidad empresarial.

Otro de los indicios de esta capacidad de atracción de una dirección profesionalizada podría ser el nivel de cualificación disponible: a mayor capacidad directiva mayores posibilidades de llevar a cabo las directrices establecidas en la dinámica del gobierno corporativo. En este sentido solo disponemos de datos a nivel absoluto referidos a las CTAs, que no permiten la comparación con las PMFs. Así, en lo que respecta al nivel formativo de los gerentes, en el Libro Blanco (1991) se señalaba que el 45% de los gerentes de las CTA poseían un nivel de formación máximo de estudios primarios. En el lado opuesto, tan solo un 22% de los gerentes de las CTAs tenía titulación universitaria. A nivel sectorial conviene destacar dos casos extremos: por un lado, aquellos sectores con un claro déficit formativo (agrario, construcción, confección, etc.) y, por otro, sectores que presentan porcentajes significativos de gerentes con una

capacitación a nivel de titulación universitaria (enseñanza, limpieza, cuero y calzado, comercio al por mayor...). En el mismo estudio se ponía en evidencia que la situación de las SLAB era algo más favorable –más del 34% de los gerentes poseía titulación universitaria–, aunque es cierto que un porcentaje similar solo había cursado estudios primarios.

Esta situación ha ido cambiando progresivamente a tenor de los datos posteriores. En el estudio de Tomás Carpi y Monzón (1998), referido a la Comunidad Valenciana, el 34,8% de las cooperativas que afirmaba tener gerente con un elevado nivel formativo (titulación universitaria, 20,2% y cursos de especialización 14,6%) aunque en más de una cuarta parte (27%) de este tipo de entidades la persona que ostenta el cargo tenía un nivel de estudios primarios. Las CTAs con mayor presencia de gerencia con elevado nivel de formación eran las de los sectores de educación, servicios a empresas y otros servicios. En los dos primeros casos esta situación se debe, en gran medida, a la propia naturaleza de su respectivo sector de actividad económica, que exige personal titulado superior o con especialización. En el otro extremo se sitúan las entidades donde domina la presencia de gerente con baja cualificación (agrario, hostelería o construcción).

A nivel sectorial, en el estudio realizado por COCETA (1998) para CTAs de iniciativa social, la preparación de los y las responsables de la gerencia se basa fundamentalmente en la experiencia acumulada en el propio ejercicio de sus funciones, aunque también en la formación continua (el 44% de las cooperativas de iniciativa social –y el 67% de las cooperativas que tienen personal directivo– han formado a sus directivos en los últimos doce meses con acciones de formación continua) y en la autoformación. Pero para que la autoformación funcione, es necesario un nivel de formación previo suficiente. Si atendemos a los estudios reglados, se detecta que hasta el 40% de los y las gerentes de CTA de iniciativa social tienen estudios superiores (licenciaturas o superiores), y que otro 23% ostenta una diplomatura universitaria o similar. Titulados en estudios medios (Bachillerato, Formación Profesional, Maestrías, y sus equivalentes) lo son el 26% de los y las gerentes. Finalmente, tan solo encontramos niveles inferiores de estudios en el 12% restante de los gerentes de las cooperativas de iniciativa social.

## Gobierno y gestión en un contexto participativo: información y mecanismos de control

Tal y como se ha indicado en apartados anteriores, en el gobierno de las EPTs los directivos juegan un papel protagonista capaz de orientar la trayectoria de aquellas. En este sentido resulta crítico la gestión de estos recursos estratégicos, en especial en relación con el análisis de las variables que guían su comportamiento y su capacidad para orientar trayectorias de reforzamiento o de desnaturalización de su identidad, por lo que resulta muy importante analizar las posibilidades y limitaciones de las diferentes modalidades de control sobre los cuadros directivos de este tipo de empresas. En primer lugar, analizaremos el contexto interno –la gestión empresarial– que nos muestre al menos los niveles de información y comunicación que existen en la empresa y, posteriormente, nos centraremos en la función de control de los órganos de gobierno.

### *Niveles de información y participación*

En principio las EPTs presentan como proyecto un modelo específico de participación (cuadro 4) reconocido como democracia participativa (Mintzberg, 1991), lo que implica tanto un gobierno bajo el principio de un socio–un voto, como de un contexto organizativo propicio para las participación abierto a la influencia, espacios para reunirse, mecanismos de toma de decisiones que incorporen todos los intereses, etc.

**Cuadro 4.** La participación en y desde la organización

	<b>Empleados (internos)</b>	<b>Grupos de interés (externos)</b>
<b>Gobierno de la empresa (Consejo de Administración, Consejo Rector,...)</b>	Democracia representativa de trabajadores (estilo europeo, por ejemplo, «codeterminación», democracia industrial sueca; estilo norteamericano ESOP), cooperativas de trabajo asociado y sociedades laborales	Democracia representativa pluralista (estilo norteamericano, por ejemplo, directores de « <i>interés público</i> », estilo europeo; por ejemplo, representantes de consumidores en órganos de gobierno de hospitales)
<b>Proceso de toma de decisiones</b>	Dirección participativa de trabajadores (por ejemplo, círculos de calidad, equipos de mejora)	Democracia participativa pluralista (por ejemplo, clientes en comités de nuevos productos)

**Fuente:** elaboración propia a partir de Mintzberg (1991).

Diversos estudios abordan los niveles de información de los trabajadores-socios de las EPTs. Así, el estudio de Orellana (1995) sobre directivos de EPTs muestra ya indicios de heterogeneidad y confusión en las dinámicas de parti-



cipación y control: mientras prácticamente la mitad de los directivos admitía tener alguna reunión específica aparte de las legales, la otra mitad solamente se apoya en mecanismos legales de participación (asamblea general, etc.).

Sin embargo, en el estudio de Jiménez Mayordomo (2007), el 95,63% de las CTA manifestaba contar con un clima positivo de franqueza, respeto y consenso y también mayoritariamente (en un 89,96% de los casos) afirmaba reunirse con la periodicidad suficiente, con una alta operatividad de las reuniones (95,02%). Pero la homogeneidad que parece interpretarse de estos datos conviene interpretarla dentro de cierta diversidad que implica una dinámica conflictiva entre diferentes roles socios-dirección pero también dirección-trabajadores, en los que puede jugar un papel decisivo factores como el origen de la iniciativa empresarial, las expectativas de lo que significa el diseño democrático prefijado en los principios cooperativos o la realidad psicosociológica que presenta este tipo de entidades.

En este sentido, el estudio de Delicado *et al* (1991) distinguía al menos cinco "dinámicas de gobierno-gestión" diferentes en las EPTs (en este caso CTAs de la Comunidad Valenciana) con niveles de información y comunicación característicos:

- *Participativo de transición*, caracterizado por una estructura de poder descentralizada en la que más que una dirección formal, existe una cogestión participativa que estimula el trabajo en equipo. Los canales de información funcionan perfectamente, a todos los niveles y de forma fiable.
- *Participativo consultivo*. Se caracteriza por un grado elevado de confianza entre la dirección y el resto de trabajadores, aunque a veces las decisiones se toman en la cumbre, se consulta con los socios y se tienen en cuenta sus opiniones, se estimula, a ciertos niveles, el trabajo en equipo y la participación. Los canales de información funcionan a todos los niveles aunque a veces hay distorsiones.
- *Participativo autogestionario*. Se trataría de entidades en donde existe una relación de confianza sumamente grande entre la dirección y el resto de trabajadores, las decisiones se toman con la participación de los socios, se fomenta el trabajo en equipo y la participación. Los canales de información funcionan a todos los niveles sin filtraciones ni distorsiones.
- *Autoritario coercitivo*. El control de la toma de decisiones es total. Los órganos representativos son meramente figurativos puesto que la estructura de poder real prescinde de la participación en la toma de decisiones. Hay poca información/comunicación y esta es generalmente recibida con desconfianza por parte de los socios puesto que la distorsión es frecuente.

- *Autoritario paternalista.* Se caracteriza por una estructura de poder centralizada justificada en el discurso de los directivos por la inmadurez de los socios. Los cargos directivos marcan la estrategia empresarial. Los trabajadores reciben un mínimo de información que suele ser adecuada y fiable, pero debido a que esta es insuficiente, circulan siempre gran cantidad de rumores. Este comportamiento informativo origina que los trabajadores no se impliquen en la empresa ni se sientan responsables de las decisiones tomadas, lo que no significa que no colaboren en la adopción de ciertas decisiones.

¿Serían estas dos últimas dinámicas autoritarias –coercitiva o paternalista– las propias y consistentes con un modelo dualista de gobierno? La respuesta no es inmediata y requeriría una investigación específica que contrastase la relación entre el diseño de la estructura de gobierno y la existencia de dinámicas más o menos participativas, puesto que no podría descartarse la existencia de una dirección profesional que alentase un estilo de dirección participativo. Lo que parece mostrarse en esta tipología es la existencia de diversas dinámicas de gobierno-gestión que confluyen a niveles de participación mayores (transición, consultivo, autogestionario) o menores (coercitivo, paternalista) que podrían estar, o no, acordes con las expectativas que se presuponen en una EPT, por un lado, y que una cosa son los mecanismos de control interno previstos en las leyes y otra cosa la posibilidad de control real cuando en una EPT concurren determinadas circunstancias que la hace funcionar de hecho como “no democrática”.

En el caso de SLABs el estudio de García Blanco y Gutiérrez (1990) incide a nivel de gestión en dos facetas de la información: la comunicación descendente y la ascendente. Respecto a la comunicación descendente se observa que la valoración hecha por los trabajadores de la información que tienen sobre la marcha de su empresa en las SLABs estudiadas es de estar peor informados que los de las PMFs. Sin embargo, las situaciones no son comparables directamente sin más. La razón de ello es que, en el caso de una SLAB, se ha producido una redefinición de las expectativas del trabajador y, en buena lógica, este tipo de empleado es más exigente en el terreno informativo que el trabajador de una empresa de otra naturaleza. Asimismo, una mayoría de los trabajadores de las empresas estudiadas se encontraban insatisfechos con el nivel de información que obtienen de los órganos directivos sobre la marcha de su empresa.

En cuanto a la comunicación ascendente se detecta alguna diferencia de relieve en el tipo de instancia utilizada por los trabajadores para realizar sus quejas y peticiones a la empresa. Así, en comparación con las PMFs, existía un significativo incremento del peso del superior inmediato como canalizador de que-

jas e iniciativas. Ello, en principio, parece positivo, pues significa que se utiliza el cauce «natural» de la organización formal de la empresa para canalizar las comunicaciones verticales.

Ahora bien, esta circunstancia implica, a su vez, que tal cauce ha de ser muy cuidado por la empresa, pues el mando intermedio, al ejercer sus funciones de control y supervisión sobre subordinados que son a la vez propietarios, puede aparecer a los ojos de estos como menos legitimado, siendo visto más como un par o igual suyo que, además, no suele estar arropado por cualificaciones técnicas específicas que refuercen su status ante sus subordinados. Las potenciales tensiones de la relación mando intermedio-trabajador en una SLAB no parecen operar en este caso, pues se trata de la instancia mejor valorada por los trabajadores. Este comportamiento parece indicar la realización de un esfuerzo de los mandos intermedios para acomodarse a las mayores exigencias de accesibilidad y atención por parte del socio-trabajador.

#### *Mecanismos de control interno: asamblea y consejo rector*

El funcionamiento y las expectativas en el funcionamiento de los órganos de gobierno de las EPTs pueden deducirse de diversas investigaciones publicadas en este sentido, aunque en el caso específico de las CTAs los datos al respecto son escasos y genéricos. En el estudio de Jiménez Mayordomo (2007) se destacaba la tendencia de este tipo de empresa a reunirse “excesivamente” en asamblea para tratar cualquier tema (concretamente en un 46,72% de los casos se actuaba de esta manera). Por otra parte se consideraba el nivel de cumplimiento de los acuerdos adoptado como muy elevado (97,82%) y un hábito casi generalizado en la adopción de decisiones por consenso en el 76% de los casos.

En cuanto a las SLABs, los datos abundan más en las causas y en ciertos rasgos específicos en las EPTs. Así, en el estudio de García Blanco y Gutiérrez (1990) se observó que tanto la asamblea como el consejo constituían las instancias preferidas por los socios y trabajadores para ejercer el control o participar en la gestión empresarial. Curiosamente, este estudio puso de manifiesto que no todos los trabajadores de las SLABs preferían explícitamente un modelo organizativo de índole participativa, a pesar de encontrarse en una forma jurídica que teóricamente sí lo es. Mientras los trabajadores proclives a un *modelo colectivista* (participativo) daban preferencia a la asamblea, en perjuicio del consejo de administración a la hora de ejercer su control, los trabajadores que optaban por un *modelo más representativo* o más tradicional, las preferencias entre ambas instancias –asamblea o consejo– se aproximaban mucho más,

aunque seguía existiendo cierta ventaja a favor de la asamblea. No obstante, a pesar de estos matices, el órgano soberano se perfilaba, en términos globales, como aquel a través del cual los trabajadores deseaban ejercer preferentemente sus derechos de control como propietarios.

Una posible interpretación psicosocial de este comportamiento podría ser que el trabajador en este tipo de instituciones fuese consciente del potencial de influencia que ofrece una reunión asamblearia, y más cuando el mecanismo habitual de voto es el de mano alzada. La asamblea sería considerada como el medio más válido (o el menos malo) para que su voz y su voto pudiesen contar, por limitadamente que sea, en la empresa; y, además, utilizado espaciadamente, como el menos «costoso» en términos de esfuerzo individual, aparte de ser el más arraigado en la práctica y cultura obreras tradicionales.

Sin embargo, en el estudio de García Blanco y Gutiérrez (1990) se detectó que casi tres cuartas partes de los socios de estas empresas –en este caso SLABS– opinaban que la toma de decisiones importantes –tanto en su control como en su nivel de influencia– era un proceso más o menos restringido, existiendo una división casi a la mitad entre los que creen que era muy restringido (la dirección sola) y bastante restringido (la dirección con algunos trabajadores). Estos bajos niveles de influencia percibida aumentan ligeramente si del ámbito global de la empresa pasamos al del departamento/área de trabajo o al de los grupos y puestos de trabajo. Dado que ninguna de las empresas estudiadas puso en marcha procesos destinados a introducir métodos de organización del trabajo más participativo, individual o grupalmente, manteniéndose prácticamente intactos los métodos tradicionales, todo parece indicar que esta mayor influencia proviene del mero control ejercido de hecho por el trabajador sobre el proceso de trabajo en su ámbito más inmediato.

Esta situación plantea cierto sentimiento de desconfianza o recelo ante los consejos de administración dado que el trabajador se siente relativamente distante de la dirección y, por consiguiente, demanda más control, no necesariamente más participación. Esta percepción avala la posición de Spear (2004) que, desde la teoría de la agencia, argumenta que los gerentes son incluso más poderosos en las organizaciones regidas por socios que en las organizaciones regidas por accionistas, hipótesis en consonancia con la formulada por Mintzberg (1982) según la cual en una coalición externa dividida (muchos socios) el poder se traslada a la coalición interna (los directivos).

### *Mecanismos de control de la gestión económico financiera: interventores y auditoría externa*

En cuanto a los sistemas de control –interno y externo– sobre la información de gestión en este tipo de entidades solo disponemos de los resultados del estudio de Jiménez Mayordomo (2007) respecto a la intervención interna y a la existencia, o no, de auditoría externa. Prácticamente, el 90% de las CTA tenían un solo interventor, que conocía –en un 85% de los casos– sus funciones básicas, aunque algo menos sus responsabilidades, y ponía a disposición de los socios, previamente a las asambleas, los informes anuales. Sin embargo habría que destacar que solo el 57,7% de los mismos se sentían formados suficientemente para ejercitar su labor.

Los organismos fiscalizadores –interventores– desde esta situación pueden considerarse a priori un mecanismo eficiente de control del problema de agencia entre gerentes y socios-trabajadores. No obstante, su labor resulta insuficiente debido a que, dado el escaso interés que se le dedica a las funciones de las entidades fiscalizadoras, parece estar orientadas más bien a velar por el cumplimiento de obligaciones puramente formales que a fiscalizar realmente el funcionamiento de los órganos sociales.

Si la situación a nivel de fiscalización interna es frágil, a nivel externo manifiesta mayor debilidad aun. Según los datos del estudio citado anteriormente (Jiménez Mayordomo, 2007), en el caso concreto de la auditoría de cuentas, el 44,98% desconoce los casos en que, bien por obligación de la Ley de Auditoría o de la propia Ley de Sociedades Cooperativas, habrían de auditarse. Según dicho trabajo el 13,97% de las cooperativas diagnosticadas habrían de auditarse, y de estas, el 34,3% no lo hace.

### **Equidad y género en el gobierno corporativo de una EPT**

Otro de los aspectos que puede considerarse en la problemática del gobierno es la igualdad de oportunidades entre hombres y mujeres –equidad en cuestión de género– a la hora de desempeñar cargos de responsabilidad en la gestión. Son diversos los estudios que aportan algunos datos en este ámbito a nivel general. Esteban (2007) observa que en el caso de las empresas españolas obligadas a presentar un informe anual sobre gobierno corporativo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las cooperativas destacaron por ser las de mayor presencia femenina en su Consejo Rector. La participación de las mujeres es especialmente relevante en las CTA, en las que representan el 41,8 por ciento del total de trabajadores con relación laboral indefinida –hasta el

60% en la comunidad gallega (Jordán, 2004)– mientras el porcentaje disminuye notablemente en el caso de las SLAB (27,06%).

Sin embargo nos interesan datos más específicos a nivel de gobierno como los diferentes grados de diferenciación en las entidades a nivel de género, y sobre la composición de los órganos de gobierno o el posible “techo de cristal”. En el estudio de la comunidad de Madrid (García-Gutiérrez, Lejarriaga, 2002) a nivel societario los hombres de las CTA acumulaban el 61,66% mientras las mujeres asumían el 38,13%. En las SLAB se produce una situación paradójica, los porcentajes de socios-trabajadores son similares (70,63% hombre frente a 29,37% son mujeres) pero la situación se desequilibra a favor de las mujeres cuando hablamos de socios-capitalistas. (40,18% de hombre frente a 59,82%) La hipótesis plausible para explicar esta paradoja podemos encontrarla en el hecho de que se incorpore en el capital social a familiares próximos a las personas realmente implicadas en el negocio.

La presencia de las mujeres en los órganos de gobierno es inferior a la participación en la plantilla (Elio, 2007; Ribas, 2006). De acuerdo con el primero de los autores, la participación de las mujeres en los consejos rectores se incrementa conforme aumenta la proporción de mujeres socias en la plantilla con un contrato societario. Por su parte, Ribas (2006) observa que las mujeres ni siquiera suponen mayoría a nivel de Consejo Rector, u otros órganos, en las cooperativas con mayor presencia de mujeres.

También disponemos de algunos datos respecto a la figura de los directivos. Por un lado, el estudio a nivel provincial (UPD, 2002) –pero con una muestra amplia de EPTs (en concreto, un total de 272 CTA)– señala que de las 2.864 personas que formaban parte de estas entidades la presencia de gerentes era de un 3% para el colectivo de mujeres y del 9,3% para el colectivo de hombres. La variable sectorial resulta determinante para comprender este *gap* entre géneros: los sectores en donde aparece la figura del gerente femenino con mayor intensidad son los servicios a la comunidad, formación y textil, fundamentalmente.

Por otro lado, la investigación realizada en la Comunidad Valenciana por la Escola Universitària d'Estudis Empresarials (1999) puso de manifiesto que solo un 37,7% de las personas con cargos directivos en las cooperativas eran mujeres. En principio, según dicho trabajo no había ninguna faceta o área de actividad específicamente femenina, si bien aclara que las mujeres tienden a ubicarse en departamentos de administración, con un 28,04%, mientras que los hombres lo hacen en un 41,43% de los casos en puestos gerenciales, donde las muje-

res están representadas bastante por debajo con un 14'63%. En definitiva, el estudio deja claro que la mujer no lo tiene especialmente fácil en este tipo de empresas aunque –dada su reducida dimensión– tampoco las posibilidades de promoción son muy amplias. De hecho, tan solo un 52,85% de las cooperativas poseía un sistema objetivo de promoción dentro de la propia empresa. Del mismo modo, escasamente en un 5,7% de las cooperativas (normalmente con más de 11 socios) se llevaban a cabo acciones de promoción para la mujer, normalmente, consistentes en charlas informativas, cursos de formación o ayudas sociales.

En cuanto a la composición de los distintos órganos de gestión y administración de las CTA consideradas, se comprobó que solo un 35,51% de los componentes de los comités de dirección y un 27'47% de los miembros de los consejos rectores eran mujeres. Las cifras eran más desalentadoras en cuanto a la composición de los comités sociales, ya que en este caso solo pertenecían al sexo femenino un 18'75% de sus integrantes. Al analizar el peso real que las mujeres tenían en este tipo de entidades, se comprobó que, en efecto, era considerablemente menor al de los hombres ya que, aunque existía un 61,6% de trabajadoras no socias frente a un 42,7% de trabajadores no socios, el desequilibrio se torna cuando se atiende a la vertiente societaria, ya que de los socios, el 56,3% eran hombres y solo el 38,4% eran mujeres.

De todos modos, según se hacía constar en el estudio, habría que tener en cuenta –como ya se advertía con anterioridad– que existen sectores en los que las mujeres tienen tradicionalmente más peso como son educación, los servicios sociales y los servicios a empresas, y un peso ligeramente superior al normal en sectores como el calzado y el comercio y, por tanto, también existen más mujeres directivas en estos campos.

## **Factores contingentes en el gobierno de una EPT: una recapitulación**

La diversidad de modelos y dinámicas de gobierno en una EPT ha de situarse no solo en proceso psico-sociales –liderazgo, convicciones ideológicas,...– dependientes de las personas que forman la institución. Sobre todo han de considerarse ciertos factores objetivos –algunos ya apuntados en párrafos previos– que ayudan a comprender la adopción de los diversos modelos y sistemas de gobierno apuntados. El gobierno en la EPT ha de contextualizarse en estas coordenadas para no incurrir en generalizaciones o estereotipos inducidos como extrapolación de las normas legales.

Los factores “contingentes” más relevantes serían:

- *El origen de la iniciativa.* La necesidad del gerente brota de una experiencia de aprendizaje. Las cooperativas de nuevo cuño tardan en configurar y delimitar diferenciadamente la figura directiva y a veces se refugian en un modelo asambleario.
- *La actividad.* Su nivel de complejidad o su incidencia del factor capital conlleva a la existencia de una figura directiva diferenciada en unos casos más que en otros.
- *La forma jurídica.* La necesidad de un gerente parece estar asumida de manera más clara en las sociedades laborales que en las cooperativas.
- *Dimensión empresarial.* Cuanto más grandes son las entidades mayor necesidad de una figura diferenciada del director general y mayor grado de profesionalización.

En el cuadro 5 se resumen las principales “hipótesis” que podrían plantearse a tenor de los hallazgos mostrados en los apartados precedentes.



**Cuadro 5. Factores de contingencia en las EPT**

	<b>General</b>	<b>Actividad empresarial (diferencias en función del sector)</b>	<b>Forma Jurídica (diferencias entre CTA y SLAB)</b>	<b>Dimensión empresarial (diferencias en función del tamaño y antigüedad)</b>
<b>Diferenciación y capacidad directiva</b>	Escasa diferenciación: menos del 10% de los directores generales son contratados	Mayor frecuencia en sector industrial y menor en construcción	8% para las CTA y en torno al 5% en las SLAB	Más frecuente en las cooperativas grandes que en las pequeñas
<b>Modelos de gobierno</b>	Predominio del sistema monista individual (presidente-gerente)	Mayor utilización del sistema monista-individual y menos utilización del sistema monista-colectivo en CTA sociales (menos del 30%)	Sistema monista-colectivo más frecuente en las CTA que en las SLAB	
<b>Dinámicas gobierno-gestión participativa</b>	Elevadas expectativas de participación interna		Mayor presencia de modelos representativos en las SLAB que en las CTA	Más frecuente la dinámica asamblearia en las CTA de nueva creación
<b>Equidad y género</b>	Mayor presencia femenina en el capital social de las SLAB con escaso poder real en el gobierno	Mayor incidencia de socias y empleo femenino en confección textil, ayuda en domicilio y enseñanza	A nivel general mayor presencia femenina laboral en CTA que en SLAB	Mayor presencia de mujeres en las cooperativas más jóvenes

**Fuente:** elaboración propia

## Algunas conclusiones y propuestas

El recorrido realizado sobre las contribuciones realizadas para el conocimiento del desarrollo de la función de gobierno en las EPT nos conduce a las siguientes reflexiones:

1. La profesionalización en la gestión, y su contribución al buen gobierno, puede chocar con dos problemas estructurales: un problema cultural (inspira desconfianza y falta de compatibilidad con las expectativas de un modelo participativo de empresa) o un problema de economía de escala (solo es posible para empresas de un determinado nivel de desarrollo empresarial).
2. Una vez instaurada una dirección profesionalizada, la disyuntiva participativa –centralización versus descentralización– es un hecho cotidiano en las EPT y que plantea una demanda latente o explícita más o menos perma-

nente en este contexto empresarial. El hecho de conceder unos poderes representativos a un equipo directivo no obsta para percibir que este pueda estar distante del colectivo laboral en sus valores y actitudes, ni evita que se demande una mayor «proximidad», en el sentido de exigir una mayor comprensión para valores que señalen límites al funcionamiento de los estándares económicos de eficiencia y competitividad (García Blanco y Gutiérrez, 1990).

3. Los elevados costes que implica la incorporación de un buen directivo, las dificultades para que un directivo comprenda, de hecho, que tiene que desarrollar su labor en un modelo participativo, y las expectativas elevadas que inspira un directivo por parte de los socios, apuntan como posibles opciones a largo plazo, la búsqueda y desarrollo de potencial directivo en la base social, y el desarrollo de programas de formación específicos tanto para directivos que ejercen su actividad desde una vinculación exclusivamente profesional con la cooperativa como para miembros de los órganos de gobierno.
4. En ausencia de un mecanismo de control externo –como correspondería al mercado respecto a las PMFs que cotizan en bolsa– las EPT deberían reforzar los instrumentos fiscalizadores a nivel interno y externo como elemento de reputación y así garantizar niveles de transparencia de cara a la sociedad que justifique los niveles de apoyo económico, financiero y fiscal desarrollados e implantados hasta el momento a nivel nacional y autonómico.

En cualquier caso, ante la heterogeneidad de fuentes, el predominio de metodologías puramente descriptivas y la posible obsolescencia de ciertos datos, se precisa de más estudios empíricos que aborden el problema desde la óptica del gobierno que obtengan conclusiones sobre todo a nivel comparado con otro tipo de empresas y que abunden en la incidencia de los factores objetivos y subjetivos ya apuntados.

Para finalizar, conviene insistir en que los hallazgos sobre el gobierno en este tipo de experiencias conecta directamente con el interés creciente sobre el papel determinante que tiene el capital humano para el desarrollo empresarial (Morales, 2005), en la medida que la vinculación propiedad-trabajo –donde las cooperativas y sociedades laborales muestran la opción más radical– implique, en su caso, mayores niveles de competitividad a largo plazo.

## Bibliografía

- [1] AGIRRE, A. (2007). "En busca de un modelo de gestión ideal para las cooperativas", *Revista de Economía Social*, nº 34, pp. 10-18.
- [2] AKRIDGE, J. Y HERTEL, T. (1991). "Cooperative and Investor-Oriented Firm Efficiency: A Multiproduct Analysis", *Journal of Agricultural Cooperation*, pp. 1-14.
- [3] ARANZADI, D. (1976). *Cooperativismo Industrial como sistema, empresa y experiencia*, Universidad de Deusto, Bilbao.
- [4] AUSÍN GÓMEZ, J.M. (dir.) (2002). *Libro Blanco de las Sociedades Cooperativas y Laborales de Extremadura*, Consejería de Trabajo, Fundecyt y Universidad de Extremadura. (<http://www.psoe.es/ambito/sectorialemprendedores/docs/index.do?action=View&id=60582>).
- [5] BABB, E.M. Y BOYNTON, R.D. (1981). "Comparative Performance of Cooperative and Private Cheese Plants in Wisconsin", *North Central Journal of Agricultural Economics*, 3, pp. 157-164.
- [6] BARROS C.P., BELO MOREIRA M., NAMORADO R., GOMES SANTOS J.C. Y PAIVA F. (2000). *Os Líderes Cooperativos Portugueses*, Editora Vulgata, Lisbon.
- [7] BARTLETT, W., CABLE, J., ESTRIN, S., JONES, D.C. Y SMITH, S.C. (1992). "Labor-managed cooperatives and private firms in North Central Italy: an empirical comparison", *Industrial and Labor Relations Review*, Vol. 46, no 1, oct, pp. 103-118.
- [8] BATAILLE-CHEDOTEL, F. Y HUNTZINGER, F. (2004). "Directivos y gobierno de las cooperativas obreras de producción. Un estudio exploratorio sobre diez cooperativas francesas", *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, nº 48, abril, pp. 79-98.
- [9] BAYO MORIONES, J.B., GALILEA SALVATIERRA, P.J. Y MERINO DÍAZ, J. (2002). *Participation, Cooperatives and Performance: an Analysis of Spanish Manufacturing Firms*, Documentos de Trabajo (Universidad Pública de Navarra, Departamento de Economía), nº1.
- [10] BLAIR, M.M. Y ROE, M. J. (ed.) (1999). *Employees and Corporate Governance*. Brookings Institute Press.
- [11] BEN-NER, A. (1984). "On the Stability of Cooperative Type of Organization", *Journal of Comparative Economics*, 8:247-260.
- [12] BERLE, A.A. Y MEANS, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, New York: MacMillan.

- [13] BLINDER, A. (1990). *Paying for Productivity: a look at the evidence*. Washington, Brookings Institution.
- [14] BRADLEY, K. Y GELB, A. (1981). "Motivation and control in the Mondragon experiment", *British Journal of Industrial Relations*, XIX (2), July, 211-31.
- [15] BRADLEY, K. Y GELB, A. (1983). *Cooperation at Work. The Mondragon Experience*, Heinemann Educational Books, London.
- [16] BURDÍN, G. Y DEAN, A. (2008). "¿Por qué existen pocas empresas gestionadas por sus trabajadores?", *Quantum*, marzo, Vol. III , Nº 1 8, pp.87-105.
- [17] BURDÍN, G. Y DEAN, A. (2009). "New evidence on wages and employment in worker cooperatives compared with capitalist firms", *Journal of Comparative Economics*, Volume 37, Issue 4, December, pp. 517-533.
- [18] COCETA (1998). "Las cooperativas de iniciativa social". Ver <http://212.4.103.6/coceta/dpto-sectorial/iniciativasocial/urec/home.htm> (14-02-03).
- [19] CONFECOOP (2009). "Las cooperativas de trabajo asociado en Colombia". <http://www.portalcooperativo.coop/observatorio/docs/doc11.pdf> (Consulta 15/05/10).
- [20] DAVIS P. (1998). *Cooperative managers – servants or leaders? Towards a new model of co-operative leadership*, The World of Co-operative Enterprise, Plunkett Foundation, Oxford.
- [21] DELICADO, A., FERNÁNDEZ, F. Y BELLMUNT, A. (1991). *Cultura organizacional cooperativa en el País Valenciano*, IPFC, Consellería de Treball y Afer socials, Comunidad Valenciana.
- [22] KRUSE, D.L., FREEMAN, R.B. Y BLASI, J.R. (2010). *Shared Capitalism at Work. Employee Ownership, Profit and Gain Sharing, and Broad-Based Stock Options*. National Bureau of Economic Research Conference Report.
- [23] DOW, G. Y PUTTERMAN, L. (1999). "Why Capital Usually Hires Labour", in *Employees and Corporate Governance*, Margaret M. Blair y Mark J. Roe (Ed.), Brookings Institute Press.
- [24] ELIO CEMBORAIN, E. (2007). "Techo de cristal y escalera de cristal en las cooperativas de Mondragón. Participación de las mujeres en los órganos de gobierno de las cooperativas". *First International CIRIEC Research Conference on the Social Economy, Strengthening and Building Communities: The Social Economy in a Changing World*, October 22-25, Victoria, BC, Canada.

- [25] ELLERMAN, D. (1985). "La propiedad de los trabajadores: democracia económica o capitalismo de los trabajadores", *Revue des Etudes Coopératives*, Foundation du Crédit Coopératif, Nanterre, nº 15, Tercer trimestre.
- [26] ESCOLA UNIVERSITÀRIA D'ESTUDIS EMPRESARIALS (1999). "La mujer directiva en empresas cooperativas", <http://212.4.103.6/coceta/publicaciones/cuadernosmujer/primer/index.htm> (14-02-03).
- [27] ESTEBAN SALVADOR, M.L.; GARGALLO CASTEL, A. Y PÉREZ SANZ, F.J. (2010). "Composición del Consejo Rector y género en las cooperativas turolenses". *Revista de Estudios Cooperativos (REVESCO)*, nº 101, pp.7-27.
- [28] ESTEBAN SALVADOR, M.L. (2007). *Consejos de administración y creación de valor: la perspectiva del género*. Tesis doctoral, Universidad de Zaragoza.
- [29] FAMA, E. Y JENSEN, M. (1983). "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301-326.
- [30] FERRIER, G.D. Y PORTER, P.K. (1991). "The Productive Efficiency of US Milk Processing Co-operatives", *Journal of Agricultural Economics*, 42, pp. 161-173.
- [31] FONDO FORMACIÓN (1992). *Las necesidades de formación en las cooperativas*, Junta de Andalucía, Sevilla.
- [32] FURUBOTN, E. G., Y PEJOVICH, S. (1974). "Property Rights and the Behavior of the Firm in a Socialist State: The Example of Yugoslavia". In *The Economics of Property Rights*, ed. Erik G. Furubotn and Svetozar Pejovich. Cambridge, MA: Ballinger Publishing Co.
- [33] GAGLIARDI, F. (2009). "Financial Development and the growth of cooperative firms". *Small Business Economics: An Entrepreneurship Journal*, 32 (4), pp.439-464.
- [34] GARCIA BLANCO, J. M. Y GUTIÉRREZ, R. (1990). *Defendiendo el Empleo*, Informe del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social. Madrid.
- [35] GARCÍA-GUTIÉRREZ FERNÁNDEZ, C. Y LEJARRIAGA PÉREZ DE LAS VACAS, (2005). *Libro blanco de las empresas de participación de trabajo (economía social) de la ciudad de Madrid*, [www.esmadrid.com/backend/emprende/descargable / LibroBlanco.pdf](http://www.esmadrid.com/backend/emprende/descargable/LibroBlanco.pdf).
- [36] GONZÁLEZ, J.J. Y RODRÍGUEZ, J.C. (1987). *La economía social en Castilla y León*, Junta de Castilla y León, Consejería de Economía y Hacienda.
- [37] GUTIÉRREZ JOHNSON, A. (1992). *Industrial Democracy in Action: The Cooperative Complex of Mondragon*. Cornell, USA: Tesis doctoral Cornell University).

- [38] HANSMANN, H. (1990). "The viability of worker ownership: an economic perspective on the political structure of the firm". In M. Aoki, B. Gustafsson, & O. Williamson (Eds.), *The Firm as a Nexus of Treaties* (pp. 162–184). London: Sage Publications.
- [39] HERNÁNDEZ ORTIZ, M.J., RUÍZ JIMÉNEZ, C. Y GARCÍA MARTÍ, E. (2008). "La cultura como mecanismo de gobierno y control en las organizaciones cooperativas", *REVESCO: revista de estudios cooperativos*, Nº. 95, pp. 94-111.
- [40] HERNÁNDEZ ORTIZ, M.J., RUÍZ JIMÉNEZ, C. Y GARCÍA MARTÍ, E. (2004). "¿Cómo controlan los socios al directivo en la sociedad cooperativa agraria?: el caso de las almazaras cooperativas", *CIRIEC - España. Revista de economía pública, social y cooperativa*, Nº 48, pp. 193-224
- [41] HUNTZINGER, F. Y MOYSAN-LOUAZEL, A. (1998). "Marché interne du travail et carrières des dirigeants de sociétés coopératives de production", in *L'Entreprise Coopérative-Expériences et Recherches Francophones*, ed. D. Malabou, Presses Universitaires de Limoges, pp. 187-210.
- [42] HUNTZINGER, F. Y MOYSAN-LOUAZEL, A. (1999). "Apports et limites des théories contractualistes appliquées à la carrière des dirigeants de coopératives", *Revue Internationale des PME*, Université du Québec à Trois-Rivières, Canada, Vol. 12, nº 4.
- [43] ITKONNEN, R. (1996). "My views on cooperative corporate governance", *Review of International Co-operation*, 89, 4, pp. 20–24.
- [44] JANSSON, S. (1986). "Swedish labour-owned industrial firms". *Annals of Public and Cooperative Economics*, nº 57, pp. 103–116.
- [45] JENSEN, M. C. Y MECKLING, W. H. (1979). "Rights and Production Functions. An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination", *Journal of Business*, Vol. 52, nº 4, pp. 469-506.
- [46] JENSEN, M.C. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323-329
- [47] JENSEN, M.C. Y MECKLING, W. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- [48] JIMÉNEZ MAYORDOMO, J. C. (2007). "La gestión societaria de las cooperativas de trabajo asociado: el caso andaluz", *Revista de Economía Social. Sociedad Cooperativa.*, pp. 10-18.

- [49] JORDÁN RODRIGUEZ, M. (2004). *Libro Branco do cooperativismo en Galicia* Consellería de Asuntos Sociais, Emprego e Relacións Laborais. Xunta de Galicia.
- [50] JONES, D.; KLINEDINST, M. Y ROCK, CH. (1998). "Productive Efficiency During Transition: Evidence from Bulgarian Panel Data", *Journal of Comparative Economics*, 26, pp. 446-464.
- [51] JONES, D.C., Y SVEJNAR, J. (eds), (1982). *Participatory and Self-Managed Firms*, Lexington Books, Lexington, Mass.
- [52] KRUSE, D. Y BLASI, J. (1997). "Employee Ownership, Employee Attitudes, and Firm Performance: A Review of the Evidence", in *The Human Resources Management Handbook*, Part 1. Edited by David Lewin, Daniel J.B. Mitchell, and Mahmood A. Zaidi. Greenwich, CT.: JAI Press.
- [53] KRUSE, D. (2002). *Research Evidence on Prevalence and Effects of Employee Ownership*, Testimony before the Subcommittee on Employer-Employee Relations, Committee on Education and the Workforce, U.S. House of Representatives, February 13.
- [54] LANDETA RODRIGUEZ, ALBIZU GALLASTEGUI Y CHARTERINA ABANDO, (2006). "¿Existen diferencias de gestión entre empresas cooperativas y no cooperativas?", *Revista de Economía Social: Sociedad Cooperativa*, nº28, Junio, pp. 35-38.
- [55] LEES, M. (1995). "Corporate governance in European co-operatives", in *The World of Cooperative Enterprise*, Plunkett Foundation, Oxford.
- [56] LEVINE, D.L. Y TYSON, L.D. (1990). "Participation, productivity and the firm's environment", in A.S. Blinder (Ed.), *Paying for productivity*, (pp. 183-243). Washington, D.C.: Brookings Institution.
- [57] LOGAN, C. Y THOMAS, H. (1982). *Mondragon: an Economic Analysis*, Boston - Sydney: George Allen & Unwin.
- [58] MAROCCHI, G. Y ZANDONAI, F. (1997). *Un profilo del dirigente di cooperativa sociale*, *Impresa sociale*, nº. 33, p. 31-37.
- [59] MARRIS, R.L. (1964). *The Economic Theory of 'Managerial' Capitalism*, New York & London: The Free Press and MacMillan.
- [60] MATHIEU, M. (2009). *Annual Economic Survey of Employee Ownership in the European Countries 2008*. European Federation of Employee Share Ownership.
- [61] MEADE, J. E. (1972). "The Theory of Labour-Managed Firms and Profit Sharing", *Economic Journal*, vol. 82, pp. 402-428.

- [62] MELGAREJO MOLINA, Z., ARCELUS ULIBARRENA, F.J. Y SIMON ELORZ, K. (2007). "Una evaluación crítica del potencial de supervivencia de las sociedades laborales", *CIRIEC - España. Revista de economía pública, social y cooperativa*, nº. 59, pp. 181-202.
- [63] MINTZBERG, H. (1992). *El poder en la organización*, Barcelona, Ariel (primera versión en inglés en 1983).
- [64] MONSERRAT JAUME, M. (1992). *Las sociedades anónimas catalanas: un análisis económico comparativo*. Tesis Doctoral, Universidad Autónoma de Barcelona.
- [65] MONZON CAMPOS, J.L. Y BAREA TEJEIRO, J. (1991). *Libro Blanco de la Economía Social en España*, Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, Madrid.
- [66] MONZÓN, J. L. Y MORALES GUTIÉRREZ, A. C. (1996). "Las empresas de trabajo asociado", in BAREA TEJEIRO & MONZÓN CAMPOS, *Informe sobre la situación de las cooperativas y las sociedades laborales en España*, Valencia, CIRIEC-ESPAÑA.
- [67] MORALES GUTIÉRREZ, A. C. (1996). *Ineficiencias del mercado y eficacia de las cooperativas*, Valencia, CIRIEC-INFES.
- [68] MORALES GUTIÉRREZ, A. C. (2005). "Le directeur d'une entreprise autogérée: une recension de recherches empiriques en Espagne", *Economie et solidarités*, Vol. 35, nº 1-2, pp.141-162
- [69] MORALES GUTIÉRREZ, A.C., CHAVES, R. Y MONZÓN, J. L. (2003). *Análisis económico de la empresa autogestionada*, Valencia, CIRIEC-ESPAÑA.
- [70] MORALES GUTIERREZ, A.C. Y SANCHEZ PORRAS, A. (1996). "Gestión del Conflicto en organizaciones cooperativas: un estudio empírico", *Cuadernos de Realidades Sociales*, nº. 47-48, pp. 393-411.
- [71] MORALES GUTIÉRREZ, A.C.; MARTÍN LÓPEZ, S. Y LEJARRIAGA PÉREZ DE LAS VACAS, G. (2008). "Labour Managed Firms in Spain". *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, SPECIAL ISSUE, Nº. 62, pp. 61-85.
- [72] MORALES GUTIÉRREZ, A.C. (2006). "Modas de gestión en el siglo XX y modelo cooperativo: convergencias implícitas hacia una empresa de alto rendimiento". *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*. Nº. 56, 2006 (Ejemplar dedicado a: Dos decenios de investigación en economía social), pp. 161-186.
- [73] MOSHEIM, R. (2002). "Organizational Type and Efficiency in the Costa Rican Coffee Processing Sector", *Journal of Comparative Economics*, 30, pp. 296-316.



- [74] MOZAS MORAL, A. (2004). "La violación del modelo de gestión democrático en las cooperativas oleícolas", *CIRIEC - España. Revista de economía pública, social y cooperativa*, nº 40, pp. 167-192.
- [75] MOZAS MORAL, A. (2002). "La participación de los socios en las cooperativas agrarias: una aproximación empírica", *CIRIEC - España. Revista de economía pública, social y cooperativa*, nº 40, pp. 167-194.
- [76] MUÑOZ CASTELLANOS, R. M. (2000). *Competitividad de las empresas según forma jurídica: sociedades anónimas, sociedades limitadas y sociedades anónimas laborales. Estudio de variables estratégicas y de resultados*. Tesis Doctoral. Universidad de Castilla- La Mancha.
- [77] ORELLANA, W. (1995). *El futuro del trabajo directivo*, CIRIEC-ESPAÑA, Valencia.
- [78] ORELLANA, W. (2002). "El control en las empresas de trabajo asociado. Revisión crítica desde una perspectiva de agencia, de los principales mecanismo de control, y de sus repercusiones organizativas", *CIRIEC-ESPAÑA, Revista de Economía Pública, social y cooperativa*, nº 42, noviembre, pp.49-80
- [79] PALACIAN CAMPOS Y ALBORS ORENTE, J. (1989). *El Cooperativismo de Treball Associat al País Valencià*, Valencia.
- [80] PÉREZ DE CALLEJA, A. (1995). "Propiedad y Participación. El caso del grupo Mondragón", *Ekonomiaz*, nº 33, pp. 184-187.
- [81] PESTANA BARROS, C. Y GOMES SANTOS, J.C. (2003). "Earnings and Schooling of Cooperative Managers", *Annals of Public and Cooperative Economics*, 74: 3, pp. 349-364.
- [82] PORTER, P.K. Y SCULLY, G.W. (1987). "Economic Efficiency in Cooperatives", *Journal of Law and Economics*, 30, pp. 489-512.
- [83] RIBAS BONET, M.A. (2006). "Mujeres y cooperativismo en la Comunidad Autónoma del País Vasco". *Revista vasca de economía social = Gizarte ekonomia en euskal aldizkaria*, Nº. 2, pp. 153-175.
- [84] ROBINSON, A.M. Y ZHANG, H. (2005). "Employee Share Ownership: Safeguarding Investments in Human Capital". *British Journal of Industrial Relations*, Vol. 43, nº. 3, pp. 469-488.
- [85] RODRIGUEZ J. Y MOZAS, A. (2003). "Educational level and training of human resources in Farm cooperatives in the knowledge-based society: an empirical study", *Journal of Rural Cooperation*, nº 2, vol. 31, pp. 145-165.

- [86] ROMERO RAMIREZ, A. J. (1999). *Participación de los Trabajadores en el Cooperativismo de Trabajo Asociado en Andalucía*. Sevilla. Consejería de Trabajo e Industria.
- [87] ROMERO RAMIREZ, A. J. Y PÉREZ GARCÍA, M. (2003). "Organizational Culture, Individual Differences and the Participation System in Cooperativism of Associated Workers in Andalusia", *Annals of Public and Cooperative Economics*, (74) 2, pp. 283-320.
- [88] ROONEY, P. (1992). "ESOPs, producer co-ops and traditional firms: are they different?", *Journal of Economic Issues*, nº 26, pp. 593-603.
- [89] SALAS, V. (1987). *Economía de la empresa: Decisiones y organización*. Barcelona, Ariel.
- [90] SALAS, V. (2002). *El gobierno de la empresa*, Barcelona, La Caixa. Colección de Estudios Económicos.
- [91] SALAZAR TERREROS, I. Y GALVE GORRIZ, C. (2008). "Empresa cooperativa vs. capitalista: ¿afecta la forma de gobierno a la eficiencia productiva?", *Revista europea de dirección y economía de la empresa*, vol. 17, nº 3, pp. 133-144
- [92] SARGENT M.J. Y NICHOLLS J.R. (1994). "Outside non-executive directors of UK agricultural cooperatives", in *The World of Co-operative Enterprise 1995*, Plunkett Foundation, Oxford.
- [93] SERRA RAMONEDA, A. (1986). *Sistema económico y empresa*, Ariel, Barcelona.
- [94] SINGH, S., COELLI, T. Y FLEMING, E. (2001). "Performance of Dairy Plants in the Cooperative and Private Sectors in India", *Annals of Public and Cooperative Economics*, 72, pp. 453-479.
- [95] SPEAR, R. (2001). "Globalisation et stratégies des cooperatives", en COTÉ, D. (Dir.), *Holdings Coopératifs: Evolution ou transformation définitive?*, De Boeck, Brussels, pp. 115-138.
- [96] SPEAR, R. (2004). "El gobierno democrático en las organizaciones cooperativas", *CIRIEC*, nº 48, abril, Valencia, pp. 11-30.
- [97] SURROCA AGUILAR, J. Y GARCÍA CESTONA, M.A. (2006). "Corporate Governance and the Mondragón Cooperatives", *Management Research: The Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, volumen 2, número 2.
- [98] SURROCA AGUILAR, J. Y GARCÍA CESTONA, M. A. (2007). "Gestión de los grupos de interés en las cooperativas de Mondragón", *Revista de Economía Social*, nº 39, pp. 8-13.

- [99] THORDARSON, B.A. (1987). "Comparison of Worker-Owned Firms and Conventionally Owned Firms in Sweden", in *Advances in the economic analysis of participatory and labor manager firms*, Vol. 2, ed: Derek C. Jones and Jan Svejnár. Greenwich, CT: JAI Press, pp. 225-242.
- [100] TOMÁS CARPI, J.A. Y MONZÓN, J.L. (1998). Libro Blanco de la Economía Social en la Comunidad Valenciana. CIRIEC, Valencia.
- [101] U.P.D. "SIERRA MORENA III" (2002). *Estudio sobre las cooperativas de trabajo asociado en la provincia de Córdoba*, Diputación de Córdoba. Córdoba.
- [102] WEBB, S, Y WEBB, B. (1920). *A constitution for the socialist Commonwealth of Great Britain*. London. Longmans, Green.
- [103] WILLIAMSON, O. E. (1980), "The Organization of Work: A Comparative Institutional Assessment", *Journal of Economic Behavior and Organization* 1: 5-38.
- [104] ZANDONANI, F. Y PEZZINI, E. (2004). "Nuevos directivos para nuevas cooperativas. La figura del empresario social en las cooperativas sociales italianas", *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social, y Cooperativa*, nº 48, abril, pp. 145-165.



# Estructura de propiedad y gobierno corporativo en las empresas asiáticas tras la crisis financiera de 1997

Ari Warokka,

*Assistant Professor, University Utara Malaysia (Northern Malaysia University – UUM).*

*Áreas de investigación: internacional business, empresas multinacionales, estructura financiera de la empresa, gobierno corporativo.*

*ari\_warokka@yahoo.com*

## Resumen

Este estudio pretende demostrar la siguiente afirmación: “una estructura de capital adecuada es una decisión crítica para cualquier organización empresarial”. Amplía la documentación de la teoría de agencia que integra la relación de influencia existente entre directivos y accionistas de empresas. Para ello, propone un mayor vínculo entre la estructura de la propiedad y el rendimiento de la compañía en el período posterior a la crisis financiera asiática, que poco se ha investigado. Utilizando un marco de agencia, la investigación sostiene que la distribución de la propiedad de las acciones entre la dirección y los tenedores de bloques de acciones externos está estrechamente relacionada con el apalancamiento y rendimiento de la empresa, y hay un efecto de causalidad inversa entre estructura de la propiedad, estructura del capital y rendimiento de la empresa. El estudio prueba nueve hipótesis que exploran varios aspectos de esta relación. Este estudio utiliza 532 empresas del este de Asia, que se localizan en los siete países más afectados por la crisis que se produjo en el período de 1996 a 1997. El marco temporal del análisis es el período de 2000 a 2001, que se considera como el inicio del período de recuperación.

En este estudio los resultados empíricos apoyan la hipótesis de supervisión activa: los grandes accionistas externos tienen mayores incentivos y capacidad para supervisar a la dirección, reduciendo el oportunismo de los directivos que de otro modo reduciría el apalancamiento a un nivel subóptimo. El efecto de la

propiedad de acciones de directivos en la decisión de financiación indica que la propiedad es equivalente a la alineación de intereses.

## **Palabras clave**

Coste de agencia, estructura de la propiedad, estructura del capital, rendimiento de la empresa

Código JEL: G3, G30, G32

## **Abstract**

This study is intended to test the statement “an appropriate capital structure is a critical decision for any business organization”. It extends the literatures of agency theory that embeds the influential relationship that exists between managers and shareholders of firms by proposing a further link between ownership structure and firm performance in term of post Asian Financial Crisis that is rarely investigated. Using an agency framework, the research argues that the distribution of equity ownership among corporate managers and external block holders has a significant relationship with leverage and firm performance, and there is reverse causality effect between ownership structure, capital structure, and firm performance. The paper tests nine hypotheses that explore various aspects of this relationship. This study uses 532 East Asian companies, which are located in seven most affected countries when the crisis took place during period 1996-1997. The time frame of analysis is 2000-2001 period that is believed as a start of recovery period. Statistic methods used for testing the hypothesis are t-test and multivariate regression model.

In this study, the empirical results provide support for the active monitoring hypothesis that proposes that external block holders have greater incentives and an ability to monitor management, thereby reducing managerial opportunism that may otherwise reduce leverage to a sub-optimal level in order to reduce management’s non-diversifiable employment risk. The results for the effect of managerial share ownership on financing decision indicate that managerial share ownership parallels with the alignment of interests and entrenchment effects of managerial share ownership.

## **Key words**

Agency Cost, Ownership Structure, Capital Structure, Firm Performance

JEL code: G3, G30, G32

## **Origen del problema, debate y propósito**

Una estructura de capital adecuada es una decisión crítica para cualquier organización empresarial. La decisión es importante no solo por la necesidad de maximizar las ganancias a varias circunscripciones organizacionales, sino también por el impacto que una decisión como esta tiene en la capacidad de una organización para abordar su entorno competitivo. En las últimas tres décadas, en la literatura sobre la estructura financiera corporativa, ha predominado el debate que surge de la hipótesis de irrelevancia de Modigliani/Miller [1958]. Esta sugiere que, en equilibrio, la estructura financiera de una empresa es independiente de, e irrelevante para, su rendimiento y valor de mercado. Básicamente, una empresa debería ser indiferente en cuanto al uso de la deuda o recursos para financiar un proyecto dado que "el coste medio del capital para una empresa es totalmente independiente de su estructura financiera y es igual al índice de capitalización de un flujo de fondos puro de su clase.

La crisis económica asiática ha expuesto deficiencias críticas en los sistemas financieros en Asia y también ha destacado el problema del gobierno corporativo entre las empresas del sureste asiático. El principal enfoque de la investigación post-crisis ha intentado vincular estas deficiencias a causas específicas, entre otras: los mercados financieros nacionales excesivamente apalancados, la sobre-exposición a los riesgos de tipo de cambio de divisas y las estructuras del mercado monopolístico. Subyacente a todas estas cuestiones hay una fundamental falta de control. Un gobierno corporativo débil es un indicador de este problema. De hecho, "el gobierno corporativo ofrece al menos una explicación tan convincente... como algunos o todos los argumentos macroeconómicos habituales".

En relación con este problema, el reciente estudio encargado por el Asian Development Bank [2000b] informa de que la estructura de la propiedad determina el problema de gobierno. Explica que las dos características clave de la estructura de la propiedad corporativa son la concentración y la composición. En primer lugar, las empresas asiáticas se perciben como corporaciones familiares altamente concentradas. Es posible determinar la naturaleza del problema de agencia por el grado de dispersión entre la dirección y la propiedad. La alta dispersión (baja concentración) se produce cuando un gran número de personas, los accionistas minoritarios, posee la mayor parte de la propiedad. El problema está entonces entre la dirección y los accionistas minoritarios. La baja dispersión (alta concentración) es cuando un pequeño número de gran-

des accionistas controla la mayor parte de la propiedad. El problema está en este caso entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios.

En la Tabla 1 está claro que todas las economías en crisis primaria tienen una propiedad concentrada. Como media, los cinco mayores accionistas, combinados, poseen el 55% de cada empresa en las economías en crisis. Indonesia, con un 67%, es la mayor concentración, y Corea, con un 38%, la más baja. Así, con una baja dispersión de la propiedad, el problema de agencia surge entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios.

La segunda parte de la estructura de propiedad es su composición. La composición de la propiedad significa esencialmente quién posee la empresa, quiénes son los accionistas. Accionistas pueden ser personas, una familia o grupo de familias, una empresa de tipo *holding*, un banco, un inversor institucional o una corporación no financiera [ADB 2000b: 7]. Es importante para la gobernanza que se determine si algunos propietarios forman un grupo o grupos de control. La Tabla 1 también ofrece información sobre la composición de las corporaciones asiáticas. A partir de ella, podemos ver que Asia está formada principalmente por propiedades familiares. Hay un vínculo provisional entre composición y concentración. Es decir, se puede asumir que la composición de la propiedad es un resultado de la concentración de la propiedad porque las corporaciones a menudo se establecen por familias fundadoras.



**Tabla 1.** Concentración de la propiedad en Asia

	Korea	Indonesia	Malaysia	Philippines	Thailand
<b>Number of public corporations (1998)</b>	345	178	238	120	167
<b>Percentage of corporations under family control*</b>	24	67	42	46	51
<b>Average ownership (%) of the ten largest shareholders per firm †</b>	38	67	58	60	56
<b>Ownership (%) of the ten largest firms (market capitalism) ‡</b>	23	53	46	56	44

\* ADB 2000b: 26

† ADB 2000b: 22

‡ Nam *et al.* 1999: 13

In researching data on ownership concentration in Asia, it became apparent that no two studies could provide the same results. This is (as Nam *et al.* [1999] also note) because of the difficulty in definitively determining ownership structures from the information available. Thus the figures provided are approximate, taking into account all studies cited. Furthermore, the table represents only publicly listed corporations. It is fair to assume that the concentrated ownership figures presented here would increase dramatically if privately held firms were included in the data set.

**Fuente:** Lu, Justin and Jonathan Batten, "The implementation of OECD Corporate Governance Principles in Post-Crisis Asia," *JCC 4 Winter [2001]*, p. 54.

Por otro lado, la crisis asiática ha apoyado la documentación previa teórica y aplicada que ha destacado la compleja naturaleza de la relación entre estructura de la propiedad, estructura del capital y rendimiento de la empresa. La documentación existente subraya los problemas de agencia entre directivos y accionistas. En un intento por asegurar la viabilidad continuada de la empresa, estos últimos podrían resultar en un índice de apalancamiento generalmente más bajo, inferior al nivel óptimo.

Esta condición, obviamente, desencadena una curiosidad sobre el efecto de la crisis financiera asiática en el rendimiento de la empresa, especialmente cómo las empresas asiáticas reaccionan a ella, en términos de cómo mejorar sus prácticas de gobierno corporativo. En el período del análisis post-crisis, han adquirido importancia la investigación sobre estructura de la propiedad, la estructura del capital y el rendimiento de la empresa de los países del este de Asia afectados por la crisis. Este estudio se sirvió de las antiguas investigaciones sobre gobierno corporativo, muchas de ellas derivadas de estudios em-

píricos que muestran cómo un determinado suceso (p. ej., una crisis, recesión económica o conmoción) es capaz de desencadenar un cambio decisivo.

El propósito de este artículo es evaluar el efecto de la propiedad y estructura de control en la estructura financiera y su posterior efecto en el rendimiento. Especialmente, este documento analizará la cuestión de: "¿las diferentes estructuras de propiedad y control llevan a políticas diferentes de retención y estructura financiera que afectan posteriormente al rendimiento?". En particular, esta investigación pretende analizar los aspectos causales y dinámicos de la relación entre la estructura de la propiedad y la estructura de capital de las empresas en países en desarrollo. El estudio se organiza en torno a cuatro hipótesis prominentes sobre estructura de la propiedad y estructura del capital. Para cada hipótesis, la documentación sobre la estructura del capital y la estructura de la propiedad ha propuesto diferentes evidencias empíricas o argumentos que pueden explicar la relación postulada por la hipótesis en particular. Estos argumentos se analizan uno a uno, seguidos por observaciones concluyentes.

### **Origen teórico de la influencia de la estructura de la propiedad en la estructura de capital y rendimiento de la empresa**

Los estudios empíricos del efecto de la propiedad en la estructura financiera de la empresa se desglosan en dos grupos. El primer grupo de estudios investiga el efecto del tipo de control en las políticas de retención (autofinanciación) de la empresa. El segundo grupo de estudios analiza el efecto del accionariado de la dirección en los niveles de deuda o el efecto de grandes accionistas externos en los incentivos de la dirección con respecto al índice de deuda.

En las investigaciones anteriores, las compañías MC (controladas por los directivos) son hipotéticamente más propensas a retener las ganancias que las compañías OC (controladas por los propietarios). Sin embargo, la evidencia empírica no es concluyente. Kamerschen [1970], Sorenson [1974], Holl [1975] y Ware [1975] descubrieron que las empresas MC tienen mayores índices de pago de dividendos que las empresas OC, aunque los resultados alcanzados por Sorenson [1974] y Holl [1975] no fueron significativos. McEachern [1975] descubrió que las empresas gestionadas por los propietarios retienen más ganancias que las controladas externamente o empresas MC, sin encontrarse diferencias significativas entre las dos últimas categorías. Sin embargo, como argumentan investigaciones anteriores, dichos estudios están llenos de dificultades debido a las definiciones del tipo de control empleado y, por tanto, es difícil sacar conclusiones sobre la empresa a partir de ellos.

El segundo y más reciente grupo de estudios examina el efecto del accionariado directivo en los índices de deuda o el efecto de grandes accionistas externos en los incentivos de la dirección con respecto al nivel de deuda. Aunque la investigación empírica en esta área es limitada, la mayoría de los estudios encuentran apoyo para la hipótesis de que el apalancamiento se relaciona positivamente con la propiedad de la dirección. Por el contrario, Friend/Lang [1988] insisten en que sus resultados sugieren una relación negativa entre apalancamiento y propiedad de la dirección. Sin embargo, como se analizará a continuación, estos resultados están abiertos a cierta duda. Con respecto al impacto de los grandes accionistas externos en los índices de deuda, los resultados de Friend/Lang [1988] sugieren que la presencia de grandes accionistas externos se asocia con índices de deuda más altos. En contraste, Zeckhauser/Pound [1990] no encontraron diferencias importantes en los índices de deuda de las empresas con grandes accionistas externos en comparación con empresas sin dichos accionistas, aunque, de media, los grandes accionistas se asociaron con índices de deuda más bajos.

Los resultados controvertidos de Kim/Sorenson [1986] y Friend/Lang [1988] garantizan más debate ya que ambos trabajos intentan analizar la relación entre propiedad de la dirección e índices de deuda considerando las actividades normales de la empresa, mientras Agrawal/Mandelker [1987] y Amihud et al. [1990] consideran que existe una relación tras determinadas decisiones de inversión, adquisiciones y desinversiones. Kim/Sorenson [1986] investigaron la proposición de que la estructura de propiedad de la empresa puede influir en su estructura financiera como resultado de la diferencia en costes de agencia de deuda y acciones entre empresas con alta propiedad directiva y empresas con baja propiedad directiva. Utilizando una variable simulada para denotar propiedad directiva alta/baja y un punto de corte del 25% del valor para definir la propiedad directiva alta y del 5% del valor para definir propiedad directiva baja, descubrieron que el índice de deuda se correlacionaría positivamente con la medida de la propiedad de valor de la dirección. Las empresas con alta propiedad directiva demostraron tener relaciones entre endeudamiento y fondos propios un 5,7% superiores que las empresas con baja propiedad directiva.

En contraste con los resultados obtenidos por Kim/Sorenson [1986], Friend/Lang [1988] obtuvieron unos índices de deuda relacionados negativamente con la propiedad de acciones de los directivos. Las empresas se clasificaron por estar 'controladas por pocos accionistas' o 'por cotizar en bolsa', dependiendo de la fracción de valor propiedad de la dirección, con un punto de corte del 13,825%, utilizada para separar la muestra en dos grupos de igual tamaño. Se

consideraba que los directivos de empresas controladas por pocos accionistas afrontaban riesgos específicos de la empresa más altos, pero menos restricciones en su comportamiento que los directivos de firmas de cotización en bolsa. Consecuentemente, las empresas controladas por pocos accionistas serían capaces de mantener un índice de deuda más bajo que las empresas que cotizan en bolsa. Sin embargo, la presencia de grandes accionistas no directivos puede restringir el comportamiento de la dirección, incluso en empresas controladas estrechamente. Por tanto, las empresas se subdividieron en empresas controladas por pocos accionistas y empresas que cotizan en bolsa, según la existencia de un accionista no directivo con participaciones del 10% o más. Friend/Lang [1988] informaron de que los índices de deuda eran más altos para empresas que tenían accionistas no directivos, tanto en el caso de empresas controladas por pocos accionistas, como en el de las de cotización en bolsa. Para las empresas controladas por pocos accionistas, el nivel de deuda se redujo mientras que el nivel de accionariado de la directiva en la empresa aumentó, independientemente de la presencia de grandes accionistas no directivos. Sin embargo, eso solo fue cierto en las empresas de cotización en bolsa con un accionista no directivo principal; para otras empresas de cotización en bolsa, el índice de deuda aumentó mientras la fracción de valor mantenido por las partes internas aumentó. Dichos descubrimientos corroboran los resultados de Agrawal/Nagarajan [1990], que indican que los directivos de empresas menos endeudadas tienen un porcentaje significativamente mayor de acciones que los directivos de empresas menos apalancadas.

Sin embargo, los resultados de Friend/Lang [1988] requieren clasificación. El examen de las estadísticas del sumario ofrecidas por esta investigación [Friend/Lang, 1988 Tabla 1, pág. 276] revela que el índice de deuda medio de todas las empresas controladas por pocos accionistas (0,248) es más alto que el de todas las empresas de cotización en bolsa (0,226), lo cual es consistente con los descubrimientos de Kim/Sorenson [1986]. Sin embargo, los puntos de corte utilizados para clasificar empresas como controladas por pocos accionistas o de propiedad interna alta difieren considerablemente entre los dos estudios. Friend/Lang [1988] realizan regresiones independientes de cada una de las cuatro clasificaciones de empresas, en contraste con la variable simulada empleada por Kim/Sorenson [1986]. La variable explicatoria empleada en las regresiones de Friend/Lang [1988] mide la fracción de valor mantenido por las partes internas directivas más dominantes, aunque apuntan que se obtuvieron resultados similares cuando se combinaron las participaciones de todas las partes internas en cada empresa. Por tanto, los resultados de Kim/Sorenson [1986] y Friend/Lang [1988] sugieren que las empresas en las que la propiedad

interna es alta tienen unos mayores índices de deuda que en las de propiedad interna baja. Friend/Lang sugieren que la presencia de grandes accionistas externos limita la discreción de los directivos a la hora de buscar índices de deuda más bajos (aunque los resultados de Zeckhauser/Pound [1990] lo contradigan). Sin embargo, dadas las dificultades para comparar los resultados de los dos estudios, es necesario trabajar más para analizar el impacto de la propiedad de la directiva en los índices de deuda/capital.

En resumen, la evidencia empírica que considera el efecto de la propiedad en la estructura financiera no es concluyente. Una vez más, uno de los principales problemas es el uso de puntos de corte arbitrarios para asignar empresas a las diferentes categorías de control. Por lo tanto, estos estudios están sujetos a las limitaciones analizadas en las investigaciones anteriores.

### **Hipótesis de la investigación**

El objetivo de esta investigación es evaluar el efecto de la estructura de la propiedad en la estructura de capital y el rendimiento de la empresa. Las investigaciones anteriores proporcionan evidencias en las que se basan algunas de las siguientes hipótesis:

#### *Propiedad del accionariado externo y estructura del capital*

La documentación sobre la función del accionariado sugiere firmemente que los grandes accionistas externos tienen incentivos para supervisar e influir adecuadamente en la dirección para proteger sus inversiones (Friend/Lang, 1988). Debido a su gran participación económica, estos inversores tienen un fuerte deseo de supervisar a la dirección de cerca, asegurándose de que esta no se implica en actividades perjudiciales para la riqueza de los accionistas. Según esta "hipótesis de supervisión activa", los grandes accionistas externos reducen el alcance del oportunismo de la dirección, lo que resulta en menos conflictos de agencia directos entre la dirección y los accionistas (Shleifer/Vishny, 1986). Shome/Singh [1995] obtienen una evidencia consistente con la hipótesis de la supervisión activa. Examinan la reacción del mercado ante el comunicado de adquisiciones de grandes paquetes de acciones mediante el estudio de eventos. Shome/Singh [1995] registran unos considerables ingresos extraordinariamente positivos asociados con comunicados de adquisiciones de bloques de acciones por accionistas externos. Además, muestran que los ingresos extraordinarios están asociados positivamente con una reducción en los costes de agencia (mediante variables proxy). Además, Bethel et al. [1998] descubren

que el rendimiento operativo a largo plazo de las empresas mejora después de que los accionistas activos adquieran un paqu

Dado que la participación económica del accionariado aumenta al incrementarse su propiedad de acciones, cabe esperar que los incentivos de los titulares de paquetes de acciones para proteger sus inversiones y posteriormente supervisar a la dirección aumentarían con la cantidad de acciones. Además, cuantas más acciones tengan los accionistas externos, mayor será su voto e influencia, y tendrán más capacidad para controlar a los directivos. Mientras la deuda corporativa actúa como un control interno a la dirección, se propone que los índices de deuda corporativa tienden a ser una función en aumento del nivel de propiedad de acciones del accionariado externo [Brailsford et al. 2002].

Esto conduce a la primera hipótesis:

**H<sub>1</sub>: Las empresas con un nivel más alto de accionistas externos son propensas a tener un índice de endeudamiento más elevado.**

Pound [1988] ha puesto en entredicho la hipótesis de supervisión activa de Shleifer/Vishny [1986]: los grandes accionistas pueden ser votantes pasivos que cooperan con personas de la corporación en contra de los intereses de los accionistas minoritarios (dispersos). McConnell/Servaes [1990] presenta evidencia consistente con esta "hipótesis de votantes pasivos" en relación con los grandes accionistas y el valor de la empresa. Si esta hipótesis describe con mayor precisión la función organizacional del accionariado externo, el apalancamiento corporativo puede estar relacionado negativamente con la propiedad de las acciones de dichos accionistas. Esta investigación puede considerarse, por tanto, como una prueba empírica de dos hipótesis contrarias sobre el papel que los accionistas externos desempeñan en la estructura de capital corporativo.

#### *Propiedad de acciones y decisiones financieras de la dirección*

Jensen/Meckling [1976], Fama/Jensen [1983] y Shleifer/Vishny [1986], entre otros, han sugerido que la estructura de la propiedad de acciones tiene un importante efecto en los incentivos directivos y el valor de la empresa. Inicialmente, el artículo presupone que la mayoría de inversores preferirán invertir en una cartera bien diversificada para minimizar el riesgo. Dado que las responsabilidades de los accionistas de una empresa se limitan a su participación en los recursos propios, los riesgos pueden diversificarse con otras inversiones. Sin embargo, los directivos son incapaces de lograr el mismo nivel mínimo de riesgo añadido, ya que un gran porcentaje de su riqueza se deriva de una in-

versión significativa en capital humano específico para la empresa. A diferencia del capital financiero, los riesgos asociados con el capital humano no son diversificables en gran medida (Amihud/Lev, 1981). Estos riesgos no diversificables reducen el bienestar (Crutchley/Hansen 1989). Esta pérdida de diversificación es especialmente costosa para los directivos debido a sus restricciones de riqueza personal.

Dado que los directivos reacios a los riesgos soportan una inevitable carga de riesgo vinculado a las fortunas de la empresa, los defensores del propio interés de la dirección argumentan que una vez presentadas las oportunidades, los directivos tienen incentivos para reducir los riesgos del empleo no diversificable asegurando la viabilidad continuada de la empresa. Esto se conoce como la "hipótesis de intereses propios de la dirección".

Una técnica para reducir el riesgo de empleo no diversificable es reducir los valores de deuda de las empresas (Vea Friend/Lang). Esto se debe a que la deuda aumenta los riesgos de bancarrota de una empresa. Dado que la aparición de bancarrota o estrés financiero resultará en la pérdida de empleo, el impedimento potencial del futuro empleo y la capacidad de ganancias potencialmente menor de los directivos, se sostiene que los directivos con intereses propios tienen incentivos para reducir la deuda corporativa a un nivel lejos de ser óptimo. Sin embargo, es poco probable que la dirección pueda reducir el nivel de deuda a cero debido a la existencia de mecanismos de gobierno corporativo para la disciplina y control de su conducta. Dichos mecanismos incluyen el mercado laboral directivo, el mercado de capital y el mercado para el control corporativo [Brailsford et al. 2002].

Jensen/Meckling [1976] sostienen que la propiedad de acciones de los directivos puede reducir los incentivos para obtener privilegios extra, expropiar la riqueza de los accionistas e implicarse en otros comportamientos no maximizadores, y por tanto ayuda a alinear los intereses entre la dirección y los accionistas. Esta es la hipótesis de "convergencia de intereses".

Fama/Jensen [1983] y Demsetz [1983] han desafiado la convergencia de de intereses. Sugieren que la propiedad de acciones de la dirección puede tener efectos secundarios en los conflictos de agencia entre la dirección y los accionistas en presencia de una significativa proporción de acciones en manos de aquella. Argumentan que en lugar de reducir los problemas de incentivos de la dirección, la propiedad de acciones puede afianzar el equipo directivo pertinente, y llevar a un aumento en el oportunismo directivo.

La combinación de las hipótesis de convergencia de intereses y afianzamiento sugiere una relación curvilínea entre la propiedad de acciones de los directivos y el valor de empresa. Estudios como los de Morck et al. [1988], McConnell/Servaes [1990] y McConnell/Servaes [1995] no hallan una relación lineal entre la propiedad de acciones de la directiva y el valor de la empresa. Estos estudios sugieren que cuando los directivos tienen pocas acciones aumenta el valor de la empresa debido al efecto de la convergencia de intereses. Sin embargo, si los directivos poseen muchas acciones, se crea un afianzamiento, que conduce a un mayor nivel de conflictos de agencia y un descenso consecuente en el valor de empresa. Thomsen et al. [1988], utilizando datos de Estados Unidos, descubren una relación positiva entre la propiedad de la dirección y el valor de empresa (tal y como mide la Q de Tobin) en el rango de propiedad del 0 al 5% y por encima del rango de propiedad del 25%. McConnell/Servaes [1990], también con datos de Estados Unidos, encuentran una relación positiva entre la propiedad de acciones de la dirección y el valor de la empresa, pero en el rango de propiedad de la dirección del 0 al 40-50%.

Short/Keasey [1999] apoyan los efectos curvilíneos, pero creen que la dirección en el Reino Unido se afianzó a niveles más altos de propiedad que en sus homólogos estadounidenses. Kole [1995] argumenta que la variación en los resultados en Estados Unidos puede estar impulsada por el efecto del tamaño mientras que Short/Keasey [1999] afirman que los mecanismos de gobernanza en los diferentes países pueden ser un factor que contribuye a explicar las diferencias. A pesar de la posible conexión entre la propiedad de acciones de la directiva y la propiedad de bloques de acciones de accionistas externos para mitigar los conflictos de agencia, los estudios previos solo han examinado generalmente el efecto de la propiedad de acciones de la dirección o de la propiedad de bloques de acciones de accionistas externos en conflictos de agencia (y valor de la empresa) de forma separada.

La evidencia anterior demuestra un vínculo entre la propiedad de acciones de la directiva y el valor de la empresa. A pesar de la teoría de la irrelevancia de Modigliani/Miller [1958], la existencia de imperfecciones del mercado sugiere un vínculo entre la estructura del capital y el valor de la empresa. De hecho, numerosos estudios confirman dicho vínculo. Por ejemplo, McConnell/Servaes [1995] afirman que para empresas con pocas oportunidades de crecimiento, el valor de empresa (medido por la Q de Tobin) está correlacionado positivamente con el apalancamiento, y para empresas con altas oportunidades de crecimiento la Q se correlaciona negativamente con el apalancamiento. Por



tanto, es razonable pensar que también existe un vínculo entre la propiedad de acciones de la directiva y la estructura del capital.

Utilizando la lógica tras las hipótesis de la convergencia de intereses y el afianzamiento, este documento argumenta que la relación entre la propiedad de acciones de la dirección y el índice de endeudamiento puede ser también curvilínea, como han sostenido Brailsford et al. [2002]. Concretamente, cuando se encuentra a un nivel bajo, la propiedad de acciones de la dirección es propensa a alinear los intereses de la dirección y de los accionistas, lo que incrementa la deuda. Sin embargo, cuando los directivos ya poseen una importante porción del valor de empresa, un aumento en la propiedad de acciones de la dirección puede conducir al afianzamiento de la directiva. En general, cuando el nivel de propiedad de acciones de la directiva es "demasiado alto", habrá pocas restricciones al comportamiento de la directiva, lo que ocasiona un aumento en el oportunismo de la directiva y una deuda inferior. Así, se pronostica que la relación entre propiedad de las acciones de los directivos y los conflictos de agencia es curvilínea con los efectos del oportunismo general reduciéndose primero y creciendo luego al aumentar la propiedad de acciones de la directiva.

Esto nos lleva a la segunda hipótesis:

**H<sub>2</sub>: A bajos niveles de propiedad de acciones de los directivos, esta se relaciona positivamente con el índice de deuda de una empresa, y a altos niveles de propiedad de acciones de la dirección, esta se relaciona negativamente con el índice de deuda de una empresa, por lo que la relación estimada entre la propiedad de la dirección y el índice de apalancamiento es curvilínea.**

Friend/Lang [1988] evalúan el efecto que la existencia de paquetes significativos de acciones en manos de accionistas externos tiene en el apalancamiento de la empresa y concluyen que la presencia de dichos accionistas aumenta el endeudamiento. Definen los titulares de bloques de acciones no directivos como inversores que poseen el 10% o más de las acciones de la empresa. Sin embargo, en su análisis, el nivel de propiedad de acciones de la directiva no desempeña ninguna función. Su análisis no hace pronósticos directos en cuanto a si la relación entre la propiedad de bloques de acciones externa y el índice de endeudamiento varía con el nivel de propiedad de acciones de los directivos. Ningún estudio ha intentado investigar la relación entre la propiedad de bloques de acciones externa y los niveles de endeudamiento al mismo tiempo. Una posible excepción es McConnell/Servaes [1995], que incluyen la

propiedad institucional, la propiedad de acciones de la directiva y el apalancamiento en un solo modelo, pero se centran en el valor de empresa y no en el apalancamiento de por sí.

Sostienen que a bajos niveles de propiedad de acciones de los directivos, la propiedad de bloques de acciones externas desempeña una función fundamental en la supervisión de los comportamientos de la dirección, lo que tiene como consecuencia un menor grado de oportunismo. Con bajos niveles de propiedad de acciones, los directivos tienen un poder de votación e influencia limitadas, mientras que el accionariado externo tiene la capacidad de supervisar y restringir el comportamiento oportunista de la directiva, mitigando por tanto los conflictos de agencia. Posteriormente, tanto la propiedad de acciones del accionariado externo como la propiedad de acciones de la directiva influyen positivamente sobre los problemas de incentivos de los directivos. En concreto, se considera que ambos factores son capaces de reducir el comportamiento oportunista de la dirección, tal que la propiedad de bloques de acciones del accionariado externo tiene un efecto complementario para bajos niveles de propiedad de acciones por parte de la directiva.

Esto nos lleva formular la tercera hipótesis:

**H<sub>3</sub>: A bajos niveles de propiedad de acciones de los directivos, el nivel de propiedad de paquetes de acciones del accionariado externo está relacionado positivamente con el índice de endeudamiento de la empresa.**

A altos niveles de propiedad de acciones de la dirección, el efecto de afianzamiento compensa el efecto supervisor del accionariado externo. Así, la efectividad del accionariado externo en el oportunismo directivo podría reducirse significativamente. Si la directiva tiene un control efectivo, los accionistas externos pueden no tener la capacidad necesaria para evitar que los directivos con intereses propios tengan un comportamiento no maximizador. Como resultado, la propiedad de bloques de acciones del accionariado externo y la propiedad de acciones de la directiva trabajan en direcciones opuestas para los altos niveles de propiedad de acciones de los directivos.

Si el efecto de afianzamiento de la propiedad de acciones de la dirección supera el efecto de supervisión de la propiedad de bloques de acciones externa, la importancia de la relación entre la propiedad del accionariado externo y el apalancamiento se reducirá. El alcance de la reducción depende de la magnitud del efecto de afianzamiento. Por otro lado, si el efecto de afianzamiento

domina el efecto de supervisión, la relación entre la propiedad del accionariado externo y el apalancamiento será ineficaz. Debido a las confusas influencias, no es posible, a priori, pronosticar la relación específica entre la propiedad del accionariado externo y el apalancamiento a altos niveles de propiedad de los directivos. Sin embargo, lo que se sabe es que la relación entre la propiedad del accionariado y el apalancamiento a altos niveles de propiedad directiva no será tan significativa como a bajos niveles de propiedad directiva.

Esto nos lleva a la cuarta hipótesis:

**H<sub>4</sub>: A altos niveles de propiedad directiva, la asociación entre propiedad del accionariado externo y el índice de endeudamiento de la empresa es menos importante que a bajos niveles de propiedad de los directivos.**

Las investigaciones referenciadas en este artículo son estudios que se realizan principalmente con los datos y contexto del período previo a la crisis. Intuitivamente, se cree que serían muy diferentes tras el período de crisis. Por ejemplo, en la investigación de Nigel et al. [2005], que analizan el efecto de la concentración de la propiedad en el apalancamiento en Corea e Indonesia en el período anterior a la crisis asiática, se descubre que el efecto de la concentración en el apalancamiento es positivo y significativo en ambos países. También hay cierta evidencia de que los efectos de afianzamiento en esta concentración de propiedad superior al 50% tienen un efecto positivo en el apalancamiento en Corea (pero no en Indonesia). Sin embargo, en este trabajo el período de investigación se concentra en los años 2000 y 2001.

### **Modelo de investigación y definición de variables**

Se desarrollan cuatro modelos de investigación para probar cuatro hipótesis. Dado que la hipótesis destacada es que la estructura de capital es una función de la distribución de la propiedad de las acciones entre los directivos y los accionistas externos, la relación entre endeudamiento y fondos propios es regresiva en varias medidas de variables de estructura de la propiedad (y otras de control). Siguiendo el trabajo de Brailsford et al. [2002], la primera hipótesis propone que las empresas con niveles más altos de propiedad de paquetes de acciones externa tendrán un mayor apalancamiento. Esta hipótesis se evalúa realizando una regresión de la variable dependiente  $\ln(D/E)$  con la propiedad de bloques de acciones externa (EBO, por sus siglas en inglés) y variables de control. Mientras tanto, para evaluar la relación curvilínea hipotética entre la propiedad de acciones de la directiva y la estructura del capital, la variable de

la propiedad de acciones de los directivos y el cuadrado de la variable de la propiedad de acciones de la directiva se añade al modelo de regresión.

<b>Ln (D/E)</b>	= transformación de logaritmo natural del índice de deuda/valor
<b>EBO</b>	= porcentaje de acciones ordinarias mantenidas por los mayores accionistas. Los datos para los principales dos, cinco y veinte accionistas externos se utilizan como la aproximación para la propiedad de bloques de acciones externa [Brailsford et al. 2002].
<b>MSO</b>	= porcentaje de acciones ordinarias propiedad de todos los directores ejecutivos y no ejecutivos. La propiedad de acciones de los directivos se utiliza por Morck et al. [1988] y Keasey et al. [1994], entre otros, para aproximarse a la propiedad de acciones de los directivos.

Las dos variables utilizadas para controlar el riesgo son:

**SIZE** = logaritmo natural (activos totales). Muchos estudios sugieren que el tamaño de la empresa es un factor importante, que afecta a la política de deuda y, por tanto, al riesgo (Scott/Martin, 1975; Ferri/Jones, 1979; Agrawal/Nagaranjan, 1990). Se espera que esta variable tenga un coeficiente positivo ya que las empresas más grandes y diversificadas son propensas a presentar un menor riesgo de bancarrota y pueden sostener un nivel más alto de deuda (Scott/Martin, 1975; Ferri/Jones, 1979).

**IND** = variable *dummy* cero-uno para clasificación de la industria, donde IND = 1 para la empresa industrial e IND = 0 para la empresa de recursos naturales. No se utiliza una clasificación industrial más detallada porque el aumento en el número de variables simuladas impone una restricción demasiado severa a los grados de libertad en la regresión. Se sostiene que la clase de industria es un determinante potencial de la estructura de capital porque las empresas que pertenecen a una misma industria afrontan una demanda y condiciones de suministro similares, de modo que tienen similares características de riesgo. En cierto sentido, la variable de la industria puede también capturar algunos de los efectos de la teoría del “flujo de caja libre” avanzada por Jensen [1986]. Jensen identifica algunas industrias con un importante potencial para abusos en el flujo de caja libre. Sin embargo, el estudio incluye una variable específica (véase a continuación) para el flujo de caja que aísla estos efectos [Brailsford et al. 2002].

Las tres variables utilizadas para controlar los costes de agencia son:

**GROWTH** = variación porcentual anual en los activos totales. Titman/Wessels [1988] sugieren que las oportunidades de crecimiento de una empresa son una buena aproximación a los costes de agencia de la deuda. Afirman que es probable que la tendencia a invertir sub-óptimamente para expropiar la riqueza-

za de los acreedores de una empresa sea superior para empresas de industrias en crecimiento. Por otro lado, el crecimiento también puede ser un indicador de rentabilidad y éxito de la empresa. Si una empresa tiene éxito y beneficios, debería haber suficientes fondos internos disponibles para la inversión. Esto puede asociarse con la teoría de la "jerarquía" de Myers/Majluf [1984], que apunta un coeficiente negativo en la variable GROWTH. Además, McConnell/Servaes [1995] señalan que la relación de agencia inducida por la propiedad de acciones de la directiva difiere entre las empresas de alto y bajo crecimiento.

$$\text{FCF} = \text{OYBT} + \text{DEP} + \text{AMO} - \text{TAXPAID} - \text{DIVPAID}$$

donde:

OYBT = ingresos de explotación antes del impuesto sobre la renta

DEP = depreciación

AMO = amortización registrada separadamente, como plusvalía

TAXPAID = impuesto total pagado

DIVPAID = dividendos totales pagados

**La FCF es una medida directa de la hipótesis del flujo de caja libre de Jensen [1986].** La hipótesis del flujo de caja libre sugiere que los directivos con disposición de flujos de efectivo libres excesivos invertirán sub-óptimamente, en lugar de distribuir dichos flujos a los accionistas. Jensen [1986] pronostica que las empresas con flujo de caja libre excesivo son propensas a tener un mayor apalancamiento. La FCF se define de un modo similar por Lehn/Poulsen [1989].

**PROF** = ingresos de explotación antes de intereses e impuestos escalados por activos totales. Los indicadores de rentabilidad de una empresa incluyen índices de renta operativa sobre las ventas e ingresos de explotación sobre los activos totales (Vea Titman/Wessels, 1988) e índices de ganancias medias antes de intereses e impuestos sobre los activos totales (Wald, 1995). Utilizando una versión modificada de la hipótesis de la "jerarquía", Myers/Majluf [1984] relacionan la rentabilidad con la estructura del capital sugiriendo que las empresas que son más rentables demandarán menos deuda porque hay más fondos internos disponibles para financiar proyectos. Varios estudios empíricos ha examinado el efecto de la rentabilidad en el apalancamiento de la empresa, incluido el de Friend/Lang [1988]. Generalmente, estos estudios encuentran una asociación negativa entre la rentabilidad y el apalancamiento.

La variable utilizada para controlar la especificidad de activos es:

$$\text{INTA} = \frac{\text{Intangibles}}{\text{Activos totales}}$$

Balakrishnan/Fox [1993] argumentan que la especificidad de activos crea problemas para la financiación de la deuda debido a las características de la capacidad de no redespliegue de activos específicos. En concreto, la especificidad de los activos afecta negativamente a la capacidad de endeudamiento de la empresa. Balakrishnan/Fox [1993] sugieren que los ejemplos de activos específicos de la firma son activos intangibles, como marcas, gasto en investigación y desarrollo y otras inversiones reputacionales. La variable INTA también puede capturar las oportunidades de inversión discrecionales de una empresa. Myers [1977] sostiene que los costes de agencia asociados con los activos intangibles son superiores a los asociados con los tangibles. En la medida en que la variable INTA recoja este efecto, se relacionará negativamente con el índice D/E [Brailsford et al. 2002].

La última variable explicativa se utiliza para controlar el efecto de los impuestos:

$$\text{NDTS} = \frac{\text{depreciación anual}}{\text{Activos totales}}$$

La variable NDTS se utiliza para capturar el argumento del amparo fiscal no relacionado con la deuda avanzado por DeAngelo/Masulis [1980]. Argumentan que cuanto mayor es el nivel de ganancia fiscal no relacionado con la deuda, menor es el beneficio de la deuda adicional. Así, igual que en los demás casos, las empresas con mayor deducción fiscal no relacionado con la deuda recibirán menores beneficios fiscales de emisión de deuda y, por tanto, utilizarán menos pasivos. El argumento de DeAngelo/Masulis [1980] implica por tanto una relación negativa entre la deducción fiscal no relacionada con la deuda y el índice D/E.

En el modelo III, se utiliza una prueba conjunta para investigar la tercera y cuarta hipótesis, que exploran la relación entre la propiedad de bloques de acciones externa y el apalancamiento en diferentes niveles de propiedad de acciones de los directivos. Específicamente, la tercera hipótesis pronostica que la propiedad de bloques de acciones externa y la deuda se relacionan positivamente cuando el nivel de propiedad de acciones de los directivos es bajo. La cuarta hipótesis pronostica que a altos niveles de propiedad de acciones de la dirección, la asociación entre la propiedad de bloques de acciones externa y

el índice de deuda de la empresa es menos significativa que a bajos niveles de propiedad de acciones de la directiva, ya que el efecto de supervisión positivo de la propiedad de bloques de acciones externa se compensa por el efecto de afianzamiento negativo asociado con la propiedad de las acciones de la dirección [Brailsford et al. 2002].

Para probar estas dos hipótesis, se emplea una variable D simulada (*dummy*), denotando diferentes niveles de propiedad de los directivos. D toma el valor de 0 si el nivel de propiedad de la directiva es inferior al 20%. Cuando la propiedad de acciones de la directiva es del 20% o superior, D toma el valor de 1. Aunque generalmente hay poca justificación teórica para este corte, el nivel del 20% se ha utilizado en varios estudios previos. Por ejemplo, Hermalin/Weisbach [1991] descubren que el efecto de afianzamiento de la propiedad de acciones de la directiva se establece a partir del 20% de propiedad de los directivos.

### **El efecto de la propiedad de bloques de acciones externa en la estructura del capital**

Para evaluar si la propiedad externa de paquetes de acciones afecta a la estructura de capital de las empresas, en este artículo utilizamos un modelo de regresión de multivariante que utiliza como variable dependiente la relación entre endeudamiento y fondos propios.

La Tabla 2 presenta los resultados de regresión para el caso de propiedad de paquetes de acciones externa (es decir, el Modelo I). Como puede verse en esta tabla, se evidencia una relación positiva entre propiedad externa de acciones y apalancamiento. El coeficiente de la variable EBO es positivo y estadísticamente significativo (estadística  $t = 3,062$ ).

**Tabla 2.** El efecto de la propiedad de bloques de acciones externa en la estructura del capital

**Modelo I**

$$\ln(D/E)_{it} = \alpha_0 + \beta_0 EBO_{it} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 IND_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 PROF_{it} + \beta_5 FCF_{it} + \beta_6 INTA_{it} + \beta_7 NDTs_{it} + e_{it}$$

Variable	Coefficiente	Estadística T	F	Significancia	R <sup>2</sup>
Constant	-2.278	-9.932		.000	
EBO	.621	3.062*		.002	
SIZE	.226	6.738*		.000	
Industry	-.240	-2.330**		.020	
GrowthTA	-.002	-2.217**		.027	
PROF	-2.256	-5.682*		.000	
FCF	8.11E-005	.453		.651	
INTA	.078	.117		.907	
NDTS	-2.033	-1.268		.205	
<b>MODELO</b>			<b>Valor F: 14.557</b>	<b>Estadística F: 4.88*</b>	<b>0.182</b>

\* = significativo a un nivel  $\alpha = 1\%$  ( $t > 2,575$  o  $t < -2,575$ )

\*\* = significativo a un nivel  $\alpha = 5\%$  ( $t > 1,959$  o  $t < -1,959$ )

\*\*\* = significativo a un nivel  $\alpha = 10\%$  ( $t > 1,644$  o  $t < -1,644$ )

Esta relación positiva es consistente con la hipótesis de la supervisión activa que sugiere que los grandes accionistas tienen mayores incentivos para supervisar a la dirección debido a su importante inversión en la empresa. La mayor supervisión por los titulares de bloques de acciones externos reduce el oportunismo directivo, conduciendo a menores conflictos de agencia. Los resultados obtenidos son también consistentes con los de Friend/Lang [1988] y Brailsford et al. [2002] que obtienen evidencia de que las empresas con grandes inversores no directivos tienen unos índices de deuda media significativamente mayores que las de titulares de bloques de acciones externos. Los resultados del estudio no respaldan la hipótesis del voto pasivo [Pound 1988] que insinúa que los grandes accionistas votan con la dirección sin la debida consideración a los intereses de accionistas dispersos.

La regresión general explica aproximadamente el 18,2% de la variación en la variable dependiente. Consistente con el argumento del tamaño, la variable SIZE en la regresión tiene un coeficiente positivo significativo (estadístico  $t = 6,738$ ), sugiriendo que las mayores empresas tienen un mayor apalancamiento. Esto es consistente con Scott/Martin [1975] y Ferri/Jones [1979] y la evidencia empírica obtenida por Agrawal/Nagarajan [1990] y Brailsford et al. [2002].



El coeficiente negativo significativo en PROF (estadística  $t = -5,682$ ) es consistente con la hipótesis de jerarquía de Myers [1977] y Myers/Majluf [1984], y los resultados empíricos de Titman/Wessels [1988], Friend/Lang [1988], Chiarella et al. [1992], Allen [1993] y Wald [1995]. La hipótesis de la "jerarquía" sugiere que las empresas rentables demandarán menos pasivos porque hay fondos internos para financiar proyectos.

La variable IND que se aproxima al riesgo de la compañía tiene un coeficiente negativo y significativo (estadística  $t = -2,330$ ). Esto es consistente con Scott/Martin [1975] y Bradley et al. [1984]. También apunta que las empresas basadas en recursos naturales tienen mayor apalancamiento que las empresas industriales en cuanto a la característica de las empresas del este asiático que operan principalmente en la explotación de recursos naturales. También implica que el tipo de industria de las empresas del este asiático influye en la decisión de financiación, un factor que puede explicar la causa del amplio efecto de la crisis financiera asiática para determinadas empresas.

El coeficiente de la variable GROWTH es negativo y estadísticamente significativo (estadística  $t = -2,217$ ). Esto es consistente con Bradley et al. [1984] y Titman/Wessels [1988] que obtienen una relación negativa significativa entre las oportunidades de crecimiento y el apalancamiento de la empresa. Significa que la política de la empresa para utilizar el apalancamiento como fuente de financiación ha impedido la oportunidad de crecer.

El coeficiente negativo no anticipado, pero significativo, de FCF puede deberse al hecho de que las variables independientes incluidas en los modelos coinciden y capturan más de un efecto. En este caso, algunas variables pueden aproximarse al efecto del flujo de caja libre simultáneamente. En particular, más allá de capturar el efecto de rentabilidad, la variable PROF puede también aproximarse al efecto del flujo de efectivo libre. En la medida en que algunas industrias tienen un potencial significativo para el abuso del flujo de caja libre, la variable IND puede también capturar algunos de los efectos del flujo de caja libre. Como resultado, la variable FCF solo puede reflejar los efectos residuales del flujo de caja libre. El coeficiente en la variable NDTs no es significativo. Esto respalda la ventaja fiscal de la estructura del capital favorecida por la existencia de un sistema de deducción fiscal no relacionado con la deuda [Brailsford et al. 2002].

## **El efecto de la propiedad de acciones de la directiva en la decisión financiera**

La siguiente fase del análisis implica la evaluación de la relación curvilínea como se propone en la segunda hipótesis. La Tabla 3 contiene los resultados de regresión del modelo curvilíneo donde se realiza la regresión de  $\ln(D/E)$  frente a la propiedad de acciones de la directiva (MSO, por sus siglas en inglés), el cuadrado de la propiedad de los directivos ( $MSO^2$ ) y las variables de control. El coeficiente de MSO es positivo, pero insignificante. El coeficiente de  $MSO^2$  es negativo e insignificante. Estos resultados apoyan la segunda hipótesis.

Los signos en MSO y  $MSO^2$  son paralelos a la alineación de intereses y efectos de afianzamiento de la propiedad de acciones de la directiva avanzada por Jensen/Meckling [1976] y Fama/Jensen [1983], respectivamente. Específicamente, cuando el nivel de propiedad de acciones de la directiva es bajo, un aumento en la propiedad de acciones de la directiva tiene el efecto de alinear los intereses de la dirección con los de los accionistas. Consecuentemente, dado que la propiedad de acciones de la directiva aumenta desde un nivel bajo, los directivos tienen menos incentivos para reducir el nivel de deuda, lo que resulta en un mayor nivel de deuda (pero a un índice descendente). Sin embargo, cuando la dirección tiene una parte importante de acciones de la empresa, se establece el efecto de afianzamiento, que resulta en un mayor oportunismo y por tanto en un índice de deuda menor. En concreto, con un importante poder de voto e influencia, se hace más difícil controlar el comportamiento de los directivos, que tiene como resultado menos restricciones en la capacidad de la directiva para ajustar los índices de deuda a sus propios intereses.

**Tabla 3.** El efecto de la propiedad de acciones de la directiva en la toma de decisiones financieras**Modelo II**

$$\ln(D/E)_{it} = \alpha_0 + \beta_0 MSO_{it} + \beta_1 MSO_{it}^2 + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 PROF_{it} + \beta_6 FCF_{it} + \beta_7 INTA_{it} + \beta_8 NDTS_{it} + e_{it}$$

Variable	Coefficiente	Estadística T	F	Significancia	R <sup>2</sup>
Constant	-2.037	-9.027		.000	
MSO	.693	.804		.422	
MSO2	-1.762	-.988		.323	
SIZE	.234	6.836*		.000	
Industry	-.258	-2.480**		.013	
GrowthTA	-.002	-2.695*		.007	
PROF	-2.353	-5.870*		.000	
FCF	8.54E-005	.472		.637	
INTA	.251	.373		.710	
NDTS	-2.022	-1.250		.212	
<b>MODELO</b>			<b>Valor F: 11.803</b>	<b>Estadística F: 4.88*</b>	<b>0.169</b>

\* = significativo a un nivel  $\alpha = 1\%$  ( $t > 2,575$  o  $t < -2,575$ )

\*\* = significativo a un nivel  $\alpha = 5\%$  ( $t > 1,959$  o  $t < -1,959$ )

\*\*\* = significativo a un nivel  $\alpha = 10\%$  ( $t > 1,644$  o  $t < -1,644$ )

En general, el modelo de regresión curvilínea explica aproximadamente el 16,9% de la variación en la variable dependiente. Varias de las variables de control, como SIZE, IND, GROWTH y PROF, tienen coeficientes estadísticamente significativos a niveles del 1 ó 5%. Además, los signos son consistentes con las predicciones. De hecho, todos los signos de coeficientes, excepto el FCF, figuran como hipotéticos. El coeficiente de FCF es estadísticamente insignificante. De nuevo, el coeficiente en la variable fiscal no es significativo.

El punto decisivo de la relación cuadrática puede encontrarse evaluando la primera derivada e igualando a cero. Este punto decisivo de la investigación es del 0,196%. Este resultado tiene importancia práctica ya que significa que la propiedad de acciones de la directiva en exceso del 0,196% impone restricciones a la cantidad de apalancamiento que una empresa puede soportar, de media.

## **La relación entre la propiedad externa de bloques de acciones y el apalancamiento a distintos niveles de propiedad de acciones de los directivos**

Previamente, este estudio evaluó de forma separada el efecto de la propiedad de bloques de acciones externa y la propiedad de acciones de los directivos en la estructura del capital y descubrió que ambas tienen un importante impacto en las políticas de financiación corporativa. Aunque los titulares de bloques de acciones externos tienen un efecto positivo en el índice de endeudamiento, la relación entre la propiedad de acciones de los directivos y el apalancamiento es curvilínea. Es decir, el índice de endeudamiento es una función tanto de la propiedad de acciones de la dirección como de la propiedad de bloques de acciones externa. Así, esta investigación explora ahora un modelo que reúne las variables EBO y MSO (y de control).

Los resultados de la regresión de la evaluación conjunta se presentan en la Tabla 4.

Respalda la tercera y cuarta hipótesis que propone que la relación entre la propiedad de bloques de acciones externa y el apalancamiento a altos niveles de propiedad de acciones de los directivos difiere de la de bajos niveles de propiedad de acciones de la directiva, como también sugirieron Brailsford et al. [2002].

Los resultados del modelo conjunto mantienen el apoyo a la relación curvilínea entre la propiedad de acciones de los directivos y el apalancamiento. El coeficiente de MSO (estadístico  $t = 2,188$ ) es significativamente positivo y  $MSO^2$  (estadístico  $t = -1,844$ ) es también significativamente negativo. El coeficiente en la variable EBO evalúa la relación entre la propiedad de bloques de acciones externa y los niveles de endeudamiento cuando el nivel de propiedad de acciones de la dirección es bajo, es positivo y significativo (estadístico  $t = 3,643$ ). El coeficiente en la variable simulada  $D^*EBO$  no es significativo (estadístico  $t = -1,437$ ), lo que indica que la relación entre la propiedad de bloques de acciones externa y el apalancamiento no es relativamente diferente a altos y bajos niveles de propiedad de acciones de la directiva. Específicamente, el coeficiente de inclinación para la relación entre la propiedad de bloques de acciones externa y el apalancamiento a altos niveles de propiedad de acciones de la directiva es de aproximadamente cero (lo cual se obtiene de la suma de  $\beta_2$  y  $\beta_3$ , es decir, 0,631). Se dice que el efecto de afianzamiento negativo procedente de altos niveles de propiedad de acciones de los directivos se compensa por el efecto de supervisión positivo de los titulares de bloques de acciones externos.

**Tabla 4.** La relación de la propiedad de bloques de acciones externa y el apalancamiento a distintos niveles de propiedad de acciones de la directiva en la toma de decisiones financieras

**Modelo III**

$$\ln(D/E)_{it} = \alpha_0 + \beta_0 MSO_{it} + \beta_1 MSO_{it}^2 + \beta_2 EBO_{it} + \beta_3 (D^*EBO_{it}) + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 IND_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 PROF_{it} + \beta_8 FCF_{it} + \beta_9 INTA_{it} + \beta_{10} NDTs_{it} + e_{it}$$

Variable	Coefficiente	Estadística T	F	Significancia	R <sup>2</sup>
Constant	-2.560	-9.668		.000	
MSO	2.614	2.188**		.029	
MSO2	-3.499	-1.844***		.066	
EBO	.841	3.643*		.000	
D*EBO	-.210	-1.048		.295	
SIZE	.237	6.983*		.000	
Industry	-.249	-2.420**		.016	
GrowthTA	-.002	-2.246**		.025	
PROF	-2.281	-5.722*		.000	
FCF	6.32E-005	.353		.724	
INTA	.180	.270		.787	
NDTS	-1.942	-1.213		.226	
<b>MODELO</b>			<b>Valor F: 11.106</b>	<b>Estadística F: 4.88*</b>	<b>0.190</b>

\* = significativo a un nivel  $\alpha = 1\%$  ( $t > 2,575$  o  $t < -2,575$ )

\*\* = significativo a un nivel  $\alpha = 5\%$  ( $t > 1,959$  o  $t < -1,959$ )

\*\*\* = significativo a un nivel  $\alpha = 10\%$  ( $t > 1,644$  o  $t < -1,644$ )

En general, los resultados de la regresión respaldan menos la propuesta de investigación que la de que la relación entre la propiedad de bloques externa y el apalancamiento a bajos niveles de propiedad de acciones de los directivos es diferente que a altos niveles, debido a la interacción entre la propiedad de acciones de la dirección y la propiedad de bloques de acciones externa. Aunque el signo de D (EBO) es el que se había pronosticado, su influencia no es lo suficientemente significativa como para marcar una diferencia. Este resultado es diferente de la investigación de Brailsford et al. [2002] en empresas australianas que apoya la diferente relación de la propiedad de bloques de acciones externa y el apalancamiento a diferentes niveles de propiedad de acciones de los directivos. Short/Keasey [1999] argumentan que los mecanismos de gobernanza en los diferentes países pueden ser un factor que contribuye a explicar las diferencias.

Los signos, principalmente variables de control, como SIZE, IND, GROWTH y PROF, son consistentes con las predicciones y los coeficientes son estadísticamente significativos. Sin embargo, el coeficiente negativo en FCF es diferente del anticipado. Además, el signo y coeficiente en la variable fiscal son de nuevo insignificantes.

## Conclusiones

En términos generales, los resultados obtenidos a través de la regresión multivariante respaldan el objetivo de nuestra investigación. Como se ha pronosticado, la propiedad externa de paquetes de acciones afecta a la estructura de capital de las empresas en países del este asiático. Las empresas con un nivel más alto de titulares externos de paquetes de acciones tienden a tener un índice de deuda más elevado, y es estadísticamente significativo. En otras palabras, el estudio rechaza  $H_0$  y acepta  $H_a$  diciendo que un nivel más alto de títulos de bloqueo de accionistas externos crea un apalancamiento mayor, lo que ha de tener implicaciones para el gobierno corporativo.

Cuando los directivos son accionistas, el resultado obtenido es similar a algunos estudios previos, como el de Brailsford et al [2002]. Los signos en MSO y MSO<sup>2</sup> son paralelos a la alineación de intereses y efectos de afianzamiento de la propiedad de acciones de los directivos según avanzaban Jensen y Meckling [1976] y Fama y Jensen [1983], respectivamente. Específicamente, cuando el nivel de propiedad de acciones de los directivos es bajo, un aumento en la propiedad tiene el efecto de alinear los intereses de la dirección con los de los accionistas. Consecuentemente, cuando la propiedad de acciones de la dirección aumenta desde un nivel bajo, los directivos tienen menos incentivos para reducir el nivel de deuda.

En la relación existente entre la propiedad de bloqueo de accionistas externos y el apalancamiento, para diferentes niveles de propiedad de los directivos, la variación de distintos niveles de propiedad de la dirección se puede compensar por el efecto de supervisión positivo de accionistas externos. Los resultados del modelo conjunto también mantienen el apoyo a la relación curvilínea entre la propiedad de acciones de los directivos y el apalancamiento.

Los resultados ofrecen nuevas evidencias sobre la relación entre estructura de la propiedad y estructura del capital de las empresas del este asiático, en el análisis del período posterior a la crisis financiera asiática. Esta investigación contribuye a la teoría en al menos tres áreas importantes. En primer lugar, en

cuanto al debate sobre la estructura de capital y el gobierno corporativo a través de la estructura de propiedad de accionistas externos. El vínculo existente entre la estructura de la propiedad y la estructura de capital condicionan el valor de la empresa y el apalancamiento.

En segundo lugar, si la estructura de capital de una empresa influye en su rendimiento, cabe esperar que también pueda afectar a la solvencia de la empresa y a su probabilidad de quiebra. Desde el punto de vista de un acreedor, es posible que la relación entre endeudamiento y fondos propios ayude a entender las estrategias de gestión del riesgo de los bancos y cómo los bancos determinan la probabilidad de impago asociada con empresas ahogadas financieramente. En resumen, el problema sobre la estructura del capital y la estructura de propiedad es importante para los académicos y profesionales que analizan la causa de la crisis financiera asiática y la situación en la postcrisis y su incidencia en el gobierno corporativo.

## Bibliografía

- [1] ACEMOGLU, D. Y J. A. ROBINSON. (1999a). Democratization or Repression? *European Economics Review, Papers and Proceedings* 44, pp. 683-693.
- [2] ACEMOGLU, D. Y J. A. ROBINSON. (1999b). Political Losers as a Barrier to Economic Development. *American Economic Review Papers and Proceedings* 90, pp 126-130.
- [3] ACEMOGLU, D. (2004). Towards a Theory of Institutions. *Lionel Robbins Memorial Lectures* 2004.
- [4] ADB (Asian Development Bank). (2000a). A Consolidated Report on Corporate Governance and Financing in East Asia: Executive Summary. *OECD Second Asian Roundtable on Corporate Governance*, Hong Kong, China, 31 May–2 June 2000 (Manila: ADB).
- [5] ADB (ASIAN DEVELOPMENT BANK). (2000b). Corporate Governance and Finance in East Asia: A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand. Vol. I, *a consolidated report*, Manila: ADB.
- [6] AGGARWAL, R. K. Y SAMWICK, A. A. (2003). Why do managers diversify their firms? Agency reconsidered. *Journal of Finance*, Vol. 58 (1), pp. 71–118.
- [7] AGRAWAL, A. Y KNOEBER, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31 (3), pp. 377–397.

- [8] AGRAWAL, A. Y MANDELKER, G. N. (1990). Large shareholders and the monitoring of managers: The case of anti-takeover charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25 (2), pp. 143–161.
- [9] AGRAWAL, A. Y NAGARAJAN, N. J. (1990). Corporate capital structure, agency costs, and ownership control: The case of all-equity firms. *Journal of Finance*, Vol. 45 (4), pp. 1325–1331.
- [10] ALLEN, D. (1993). The pecking order hypothesis: Australian evidence. *Applied Financial Economics*, Vol. 3 (2), pp. 101–112.
- [11] AMIHUD, Y. Y LEV, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economics* (now: *RAND Journal of Economics*), Vol. 12 (2), pp. 605–617.
- [12] AMIHUD, Y. Y LEV, B. (1999). Does corporate ownership structure affect its strategy towards diversification? *Strategic Management Journal*, Vol. 20 (11), pp. 1063–1069.
- [13] AMIHUD, Y., LEV, B., Y TRAVLOS, N. G. (1990). Corporate control and the choice of investment financing: The case of corporate acquisitions. *Journal of Finance*, Vol. 45 (2), pp. 603–616.
- [14] BARNHART, S. W. Y ROSENSTEIN, S. (1998). Board composition, managerial ownership, and firm performance: An empirical analysis. *Financial Review*, Vol. 33 (4), pp. 1–16.
- [15] BATHALA, C. (1996). Determinants of managerial stock ownership: The case of CEOs. *The Financial Review*, Vol. 31 (1), pp. 127–147.
- [16] BATHALA, C. Y MOON, K. P. (1994). Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: An agency perspective. *Financial Management*, Vol. 23 (3), pp. 38–50.
- [17] BAUMOL, W. J. (1967). *Business Behaviour, Value and Growth*, Rev. Ed., Harcourt, Brace & World, Inc.
- [18] BEBCHUK, L. A. (1999). A rent-protection theory of corporate ownership and control. *National Bureau of Economic Research (NBER)*, working paper series edition.
- [19] BEBCHUK, L. A. Y FRIED, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17 (3), pp. 71–92.



- [20] BEBCHUK, L. A., KRAAKMAN, R., Y TRIANTIS, G. (2000). Stock pyramids, cross-ownership, and dual-class equity: The mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights. In: Mørck, R. K., editor, *Concentrated Corporate Ownership*, pp. 295–315.
- [21] BERGER, P. Y OFEK. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, pp. 39-65.
- [22] BERGER, P., OFEK, E. Y YERMACK, D. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 1411-1437.
- [23] BERLE, A. Y MEANS, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace and World, New York.
- [24] BETHEL, J. E. Y LIEBESKIND, J. P. (1993). The effects of ownership structure on corporate restructuring. *Strategic Management Journal*, Vol. 14 (4), pp. 15–30.
- [25] BETHEL, J., LIEBESKIND, J. Y OPLER, T. (1998). Block share purchases and corporate performance. *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 605-634.
- [26] BOLTON, P. Y VON THADDEN, E. L. (1998). Blocks, liquidity, and corporate control. *Journal of Finance*, Vol. 53 (1), pp. 1–25.
- [27] BRADLEY, M., DESAI, A. Y KIM, E. H., (1984). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics* 21 (1), pp. 3 –40.
- [28] BRAILSFORD, T. J., OLIVER, B. R. Y PUA, S. L. H. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure, *Journal of Accounting and Finance* 42, pp. 1-26.
- [29] BURKART, M., GROMB, D., Y PANUNZI, F. (1997). Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112 (3), pp. 693–728.
- [30] CHAPELLE, A. (2005). Separation between ownership and control: Where do we stand? *Corporate Ownership and Control*, Vol. 2 (2), pp. 91–101.
- [31] CHEN, C. R. Y STEINER, T. L. (1999). Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy. *Financial Review*, Vol. 34 (1), pp. 119–136.
- [32] CHEN, H., HEXTER, L., Y HU, M. (1993). Management ownership and corporate value. *Managerial and Decision Economics*, Vol. 14 (4), pp. 335–346.

- [33] CHO, M. H. (1998). Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, pp. 103-121.
- [34] CHUI, A. C. W., TITMAN, S. Y WEI, K. C. J. (2000). Momentum, Legal Systems and Ownership Structure: An Analysis of Asian Stock Markets. *Working Paper*, Hong Kong Polytechnic University (Dec. 2000).
- [35] CHUNG, K. H. Y PRUITT, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, Vol. 23 (3), pp. 70-74.
- [36] CLAESSENS, S., S. DJANKOV, J. P. H. FAN Y L. H. P. LANG. (1999). Corporate Diversification in East Asia: The Role of Ultimate Ownership and Group Affiliation. *World Bank Working Paper 2089*. Washington, DC: World Bank.
- [37] CLAESSENS, S., S. DJANKOV Y L. H. P. LANG. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58 (1-2), pp. 81-112.
- [38] CLAESSENS, STIJN, SIMEON DJANKOV, JOSEPH P. H. FAN, Y LARRY H. P. LANG. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance* 57, pp. 2741-2771.
- [39] COFFEE JR., J. C. (1991). Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor. *Columbia Law Review*, Vol. 91 (6), pp. 1277-1368.
- [40] CRUTCHLEY, C. Y R. HANSEN. (1989). A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends. *Financial Management*, Vol. 18 (4), pp. 36-46.
- [41] DEANGELO, H. Y DEANGELO, L. (1985). Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock. *Journal of Financial Economics*, Vol. 14 (1), pp. 33-70.
- [42] DEANGELO, H. Y R. MASULIS. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, Vol. 8 (1), pp. 3-29.
- [43] DEANGELO, H. Y RICE, E. M. (1983). Anti-takeover charter amendments and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, Vol. 11 (1-4), pp. 329-360.
- [44] DEMSETZ, H. (1986). Corporate control, insider trading, and rates of return. *American Economic Review*, Vol. 76 (2), pp. 313-316.
- [45] DEMSETZ, H. Y LEHN, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, Vol. 93 (6), pp. 1155-1177.

- [46] DEMSETZ, H. Y RICARDO-CAMPBELL, R. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26 (2), pp. 375–390.
- [47] DEMSETZ, H. Y VILLALONGA, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7 (3), pp. 209–233.
- [48] DYCK, I. A. Y ZINGALES, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *Journal of Finance*, Vol. 59(2), pp. 537–600.
- [49] EDWARDS, J. S. Y NIBLER, M. (2000). Corporate governance in Germany: the role of banks and ownership concentration. *Economic Policy*, Vol. 15 (31), pp. 237.
- [50] EDWARDS, J. S. Y WEICHENRIEDER, A. J. (1999). Ownership Concentration and Share Valuation: Evidence from Germany. *The Center for Economic Studies (CES)*, Munich, working paper edition.
- [51] EDWARDS, J. S. Y WEICHENRIEDER, A. J. (2004). Ownership concentration and share valuation: Evidence from Germany. *German Economic Review*, Vol. 5 (2), pp. 143–171.
- [52] FAMA, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, Vol. 88 (2), pp.288–307.
- [53] FAMA, E. F. Y JENSEN, M. C. (1983a). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26 (2), pp. 327–350.
- [54] FAMA, E. F. Y JENSEN, M. C. (1983b). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26 (2), pp. 301–326.
- [55] FAMA, E. F. Y JENSEN, M. C. (1985). Organizational forms and investment decisions. *Journal of Financial Economics*, Vol. 14 (1), pp. 101–119.
- [56] FERRI, M. G. Y W. H. JONES. (1979). Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach. *Journal of Finance* (34), pp. 631-644.
- [57] FRIEND, I. Y L. LANG. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *Journal of Finance*, Vol. 43 (2), pp. 271-281.
- [58] GLEASON, K. C., MATHUR, L. L. Y MATHUR, I. (2000). The Interrelationship between Culture, Capital Structure, and Performance: Evidence from European Retailers. *Journal of Business Research*, Vol. 50 (November), pp. 185–191.

- [59] GROSSMAN, S. J. (1976). On the efficiency of competitive stock markets where traders have diverse information. *Journal of Finance*, Vol. 31 (2), pp. 573–585.
- [60] GROSSMAN, S. J. (1995). *Dynamic asset allocation and the informational efficiency of markets*. *Journal of Finance*, Vol. 50 (3), pp. 773–787.
- [61] GROSSMAN, S. J. Y HART, O. D. (1980). Takeover bids, the free rider problem and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics* (now: *RAND Journal of Economics*), Vol. 11 (Spring), pp. 42–64.
- [62] GROSSMAN, S. Y HART, O. (1980). Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics* 11 (1), pp. 42-64.
- [63] GROSSMAN, S. J. Y STIGLITZ, J. E. (1976). Information and competitive price systems. *American Economic Review*, Vol. 66 (2), pp. 246–253
- [64] GUJARATI, DAMODAR N. (2003). *Basic Econometric*. Fourth edition. International Edition. McGraw Hill: Madrid.
- [65] GUGLER, K. P., MULLER, D. C., Y YURTOGLU, B. B. (2003a). Corporate Governance and the Returns on Investment. *European Corporate Governance Institute (ECGI)*, finance working paper edition.
- [66] GUGLER, K. P., MULLER, D. C., Y YURTOGLU, B. B. (2003b). Separating the Wealth and Entrenchment Effects of Insider Ownership on Investment Performance. *University Vienna*, Vienna, economic working papers edition.
- [67] GUGLER, K. P., MULLER, D. C., Y YURTOGLU, B. B. (2004). Marginal q, Tobin's q, cash flow, and investment. *Southern Economic Journal*, Vol. 70 (3), pp. 512– 531.
- [68] HAN, K. C. Y SUK, D. Y. (1998a). The effect of ownership structure on firm performance: Additional evidence. *Review of Financial Economics*, Vol. 7 (2), pp. 143–155.
- [69] HAN, K. C. Y SUK, D. Y. (1998b). Insider ownership and signals: Evidence from stock split announcement effects. *Financial Review*, Vol. 33 (2), pp. 1– 18.
- [70] HERMALIN, B. Y M. WEISBACH. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, Vol. 20 (4), pp. 101 - 112.
- [71] HIMMELBERG, C., HUBBARD, R. Y D. PALIA. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, pp. 353- 384.

- [72] HOLDERNESS, C. G. (2003). A survey of blockholders and corporate control. *FRBNY Economic Policy Review*, Vol. 9 (1), pp. 51–64.
- [73] HOLDERNESS, C. G., KROSZNER, R. S., Y SHEEHAN, D. P. (1999). Were the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the Great Depression. *Journal of Finance*, Vol. 54 (2), pp. 435–469.
- [74] HOLDERNESS, C. G. Y SHEEHAN, D. P. (1985). Raiders or saviors? The evidence on six controversial investors. *Journal of Financial Economics*, Vol. 14 (4), pp. 555–579.
- [75] HOLDERNESS, C. G. Y SHEEHAN, D. P. (1988). The role of majority shareholders in publicly held corporations: an explanatory analysis. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 (1/2), pp. 317–346.
- [76] HUDDART, S. (1993). The effect of a large shareholder on corporate value. *Management Science*, Vol. 39 (11), pp. 1407–1421.
- [77] JENSEN, G. R., SOLBERG, D. P., Y ZORN, T. S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27 (2), pp. 247–263.
- [78] JENSEN, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76 (2), pp. 323–329.
- [79] JENSEN, M. C. (1988). Takeovers their causes and consequences. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2 (1), pp. 21–48.
- [80] JENSEN, M. C. Y MECKLING, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 (4), pp. 305–360.
- [81] JENSEN, M. C. Y MURPHY, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, Vol. 98 (2), pp. 225–264.
- [82] JENSEN, M. C. Y RUBACK, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, Vol. 11 (1-4), pp. 5–50.
- [83] JENSEN, M. C. Y SMITH, C. W. (1985). Stockholder, manager and creditor interests: Applications of agency theory. In: Altman, E. and Subrahmanyam, M., editors, *Recent Advances in Corporate Finance*, pp. 95–131.
- [84] JENSEN, M. C. Y WARNER, J. B. (1988). The distribution of power among corporate managers, shareholders, and directors. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 (1/2), pp. 3–24.

- [85] KAMERSCHEN, D. R. (1968). The influence of ownership and control on profit rates. *American Economic Review*, Vol. 58 (3), pp. 432–447.
- [86] KAMERSCHEN, D. R. Y PAUL, R. J. (1971). A second look at ownership and management in the large U.S. firms. *Management International Review (MIR)*, Vol. 11 (2/3), pp. 25–50.
- [87] KIM, J. B., KRINSKY, I., Y LEE, J. (1997). Institutional holdings and trading volume reactions to quarterly earnings announcements. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 12 (1), pp. 1–14.
- [88] KIM, W. S., LEE, J. W., Y FRANCIS, J. C. (1988). Investment performance of common stocks in relation to inside ownership. *The Financial Review*, Vol. 23 (1), pp. 53–64.
- [89] KIM, W. S. Y SORENSEN, E. (1986). Evidence on the agency costs of debt on corporate debt policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21 (2), pp. 131–144.
- [90] KOLE, S. R. (1995). Measuring managerial equity ownership: a comparison of sources of ownership data. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 1 (3-4), pp. 413–435.
- [91] KOLE, S. R. (1996). Managerial ownership and firm performance: Incentives or rewards? *Advances in Financial Economics*, Vol. 2, pp. 119–149.
- [92] LEE, D. E. Y TOMPKINS, J. G. (1999). A modified version of the Lewellen and Badrinath measure of Tobin's q. *Financial Management*, Vol. 28 (1), pp. 20–31.
- [93] LEE, I. (2002). Insider trading and performance of seasoned equity offering firms after controlling for exogenous trading needs. *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 42 (1), pp. 59–72.
- [94] LEE, KEUN, KEUNKWAN RYU, Y JUNGMO YOON. (2004). Corporate Governance and Long Term Performance of the Business Groups: The Case of Chaebols in Korea. *CEI Working Paper Series*, No. 2004-3.
- [95] LEECH, D. (2001). Shareholder voting power and corporate governance: a study of large British companies. *Nordic Journal of Political Economy*, Vol. 27, pp. 33–54.
- [96] LEECH, D. Y LEAHY, J. (1991). Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies. *The Economic Journal*, Vol. 101 (409), pp. 1418–1437.

- [97] LEMMON, M. L., Y K. V. LINS. (2003). Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. *Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 1445 - 1468.
- [98] LINS, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 159 - 184.
- [99] LINS, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38(1), pp. 159–184.
- [100] LODERER, C. Y MARTIN, K. (1997). Executive stock ownership and performance: Tracking faint traces. *Journal of Financial Economics*, Vol. 45 (2), pp. 223–255.
- [101] LODERER, C. F. Y SHEEHAN, D. P. (1989). Corporate bankruptcy and managers' self-serving behavior. *Journal of Finance*, Vol. 44 (4), pp. 1059–1075.
- [102] MARTIN, J. D. Y D. F. SCOTT. (1974). A Discriminant Analysis of the Corporate Debt/Equity Decision. *Financial Management* (5), pp. 71-79.
- [103] MAUG, E. (1998). Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? *Journal of Finance*, Vol. 53 (1), pp. 65–98.
- [104] MCCONNELL, J. J. Y MUSCARELLA, C. J. (1985). Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm. *Journal of Financial Economics*, Vol. 14 (3), pp. 399–422.
- [105] MCCONNELL, J. J. Y SERVAES, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, Vol. 27 (2), pp. 595–612.
- [106] MCCONNELL, J.J. Y SERVAES, H. (1995). Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics*, Vol. 39 (1), pp. 131–157.
- [107] MCEACHERN, W. A. (1975). *Corporate Control and Performance*. Lexington (MA).
- [108] MCEACHERN, W. A. (1978). Corporate control and growth: An alternative approach. *Journal of Industrial Economics*, Vol. 26 (3), pp. 257–266.
- [109] MCEACHERN, W. A. Y ROMEO, A. A. (1978). Stockholder control, uncertainty and the allocation of resources to research and development. *Journal of Industrial Economics*, Vol. 26 (4), pp. 349–360.
- [110] MIWA, YOSHIRO Y J. MARK RAMSEYER. (2001). The Fable of The Keiretsu. *Harvard Discussion Paper* No. 316 3/2001.

- [111] MØRCK, R. K., SHLEIFER, A., Y VISHNY, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 (1/2), pp. 293–315.
- [112] MYERS, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5 (2), 147- 175.
- [113] MYERS, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, Vol. 39 (3), pp. 575–592.
- [114] MYERS, S. C. Y MAJLUF, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13 (2), pp. 187–221. Myers, S. and N. Majluf. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13 (2), pp. 187-221.
- [115] NENOVA, T. (2002). The value of corporate votes and control benefits: Cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- [116] NIGEL, D., VIDYA MAHAMBARE, Y SARMISTHA PAL. (2005). How Ownership Structure Affects Capital Structure and Firm Performance? Recent Evidence from East Asia. Economics and Finance Discussion Papers 06-23, Economics and Finance Section, School of Social Sciences, Brunel University.
- [117] PEDERSEN, T. Y THOMSEN, S. (1996). Nationality and ownership structures: The 100 largest companies in six European nations. *Management International Review (MIR)*, Vol. 36 (2), pp. 149–166.
- [118] PEDERSEN, T. Y THOMSEN, S. (1997). European patterns of corporate ownership. *Journal of International Business Studies*, Vol. 28 (4), pp. 759–778.
- [119] PEDERSEN, T. Y THOMSEN, S. (1998). Industry and ownership structure. *International Review of Law and Economics*, Vol. 18 (4), pp. 385–402.
- [120] PEDERSEN, T. Y THOMSEN, S. (1999). Economic and systemic explanations of ownership concentration among Europe's largest companies. *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 6 (3), pp. 367–381.
- [121] PINDADO, J., REQUEJO, I. Y DE LA TORRE, C. (2008). Does family ownership impact positively on firm value? Empirical evidence from Western Europe. *Working Papers "New Trends on Business Administration"*. Documentos de Trabajo "Nuevas Tendencias en Direccion de Empresas". 2008-02, Interuniversity Research Master and Doctorate Program (with a quality mention of ANECA) on "Business Economics", Universities of Valladolid, Burgos, Salamanca and León (Spain).



- [122] ROE, M. (2003). *Political Determinants of Corporate Governance*. Political Context, Corporate Impact, Oxford University Press.
- [123] ROSS, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signaling approach. *Bell Journal of Economics* (now: *RAND Journal of Economics*), Vol. 8 (1), pp. 23–40.
- [124] ROUND, D. K. (1976). The effect of the separation of ownership and control on large firm profit rates in Australia: An exploratory investigation. *Rivista Internazionale Di Scienze Economiche e Commercial*, Vol. 23, pp. 426–436.
- [125] ROUWENHORST, K. G. (1999). Local Return Factors and Turnover in Emerging Stock Markets. *Journal of Finance*, 55 (1999), pp. 1439-1464.
- [126] SCOTT, D. Y J. MARTIN, (1975), Industry influence on financial structure, *Financial Management* 4 (1), pp. 67-73.
- [127] SHLEIFER, A. Y R. VISHNY. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94 (3), pp. 461-488.
- [128] SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, Vol. 25 (1), pp. 123–139.
- [129] SHLEIFER, A., Y R. W. VISHNY. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, Vol. 52 (2), pp. 737-83.
- [130] SHOME, D. Y S. SINGH. (1995). Firm value and external blockholdings. *Financial Management*, Vol. 24 (4), pp. 3-14.
- [131] SHORT, H. (1994). Ownership, Control, Financial Structure and Performance of Firms. *Journal of Economic Surveys*, Vol. 8, pp. 209-249.
- [132] SHORT, H. Y K. KEASEY. (1999). Managerial ownership and the performance of firms: evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 5, pp. 79-101.
- [133] SHORT, H., KEASEY, K., Y DUXBURY, D. (2002a). Capital structure, management ownership and large external shareholders: A UK analysis. *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 9 (3), pp. 375–399.
- [134] SHORT, H., KEASEY, K., Y WATSON, R. (1994). Directors' ownership and the performance of small and medium sized firms in the U.K. *Small Business Economics*, Vol. 6 (3), pp. 225–36.

- [135] SHORT, H., ZHANG, H., Y KEASEY, K. (2002b). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8 (2), pp. 105–122.
- [136] STULZ, R. M. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 (1/2), pp. 25–54.
- [137] STULZ, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, Vol. 26 (1), pp. 3–27.
- [138] STULZ, R. M., WALKLING, R. A., Y SONG, M. H. (1990). The distribution of target ownership and the division of gains in successful takeovers. *Journal of Finance*, Vol. 45 (3), pp. 817–833.
- [139] THOMSEN, S, PEDERSEN, T. Y KVIST, H. (2003). The Effect of Blockholder Ownership on Firm Value in Market and Control Based Governance Systems. *Copenhagen Business School Working Paper*.
- [140] THOMSEN, S. (2005). *Blockholder Ownership, Dividends and Firm Value in Continental Europe*. Leeds, European Financial Management Symposium 2005 edition.
- [141] THONET, P. J. Y POENSGEN, O. H. (1979). Managerial control and economic performance in Western Germany. *Journal of Industrial Economics*, Vol. 28 (1), pp. 23–37.
- [142] TITMAN, S. Y R. WESSELS. (1988). The determinants of capital structure choice, *Journal of Finance* 43 (1), pp.1-19.
- [143] WALD, J. (1995). How firm characteristics affect capital structure: An international comparison. *Unpublished Working Papers*, Department of Economics, U. C. Berkeley, Berkeley, CA.
- [144] WILLIAMSON, O. E. (1967). Hierarchical control and optimum firm size. *Journal of Political Economy*, 75, pp. 123-138.
- [145] WILLIAMSON, O. E. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Anti-Trust Implications*. New York (NY).
- [146] WILLIAMSON, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*. New York (NY).
- [147] WONG, K. K. (2000). *Corporate Governance and the Asian Financial Crisis*. Malaysian Business, Kuala Lumpur, 1 June 2000.

- [148] WRUCK, K. H. (1989). Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financings. *Journal of Financial Economics*, Vol. 23 (1), pp. 3–28.
- [149] ZECKHAUSER, R. J. Y POUND, J. (1990). Are large shareholders effective monitors? An investigation of share ownership and corporate performance. In: Hubbard, R. G., editor, *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, pp. 149–180. Chicago (IL).
- [150] ZINGALES, L. Y R. RAJAN. (2003). *Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity*. New York, Crown Business.





**Colaboraciones,  
documentos,  
buenas prácticas  
y casos**





# La gestión sostenible del agua en la empresa: el caso de los Hoteles NH<sup>1</sup>

María José García López,  
*Titular de Universidad – Universidad Rey Juan Carlos*

## Resumen

En los últimos años hemos visto como la industria hotelera ha adoptado varias iniciativas dirigidas a mejorar su comportamiento medioambiental, siendo la gestión sostenible del agua y la reducción de su consumo una de sus áreas prioritarias de actuación. En el presente artículo abordamos la gestión del agua realizada por NH Hoteles como parte de su Plan estratégico del Medioambiente para el periodo 2008-2012. Para ello, en primer lugar, analizamos el por qué de este Plan y sus objetivos para, posteriormente, analizar los resultados y la apuesta que desde NH Hoteles siguen realizando en materia de investigación y desarrollo para lograr reducir los consumos de agua en sus hoteles.

## Abstract

In recent years we have seen how the hotel industry has taken several initiatives to improve its environmental performance, being the sustainable management of water and its reduction of consumption one of the priorities areas for action. This paper deals with the water management by NH Hoteles as part of its Environmental Strategic Plan for the period 2008-2012. To do this, first we analyze why the decided to carry out this plan and which were its goals, then we analyze the results and, finally, the NH Hotels bet in research and development to achieve lower water consumption at its hotels.

<sup>1</sup> Este trabajo ha sido posible gracias a la colaboración de Luis Ortega Cobo, Director Corporativo de Medioambiente e Ingeniería de NH Hoteles.

## Introducción

La Organización Mundial del Turismo (1995) al hablar de desarrollo sostenible, se refiere al concepto de la Comisión Mundial para el Medioambiente y Desarrollo, que afirma *"El desarrollo sostenible no es un estado fijo de armonía. Es, ante todo, un proceso de cambios en el que las alteraciones en la explotación de los recursos, gestión de las inversiones, y orientación del desarrollo a nivel institucional son gestionadas de un modo coherente con las necesidades futuras y presentes"*. Por tanto, no se debe pensar en el turismo sostenible como una situación ideal, sino como el fruto de un plan estratégico a desarrollar y una serie de metas a lograr a largo plazo. Por ello, la propia OMT definía en 1993 el Turismo Sostenible como aquel que *"atiende a las necesidades de los turistas actuales y de las regiones receptoras y al mismo tiempo protege y fomenta las oportunidades para el futuro. Se concibe como una vía hacia la gestión de todos los recursos de forma que puedan satisfacerse las necesidades económicas, sociales y estéticas, respetando al mismo tiempo la integridad cultural, los procesos ecológicos esenciales, la diversidad biológica y los sistemas que sostienen la vida"*

La industria hotelera ha asumido parte de su responsabilidad en los problemas ambientales y a partir de los años noventa ha adoptado varias iniciativas dirigidas a mejorar su comportamiento ambiental, como por ejemplo, medidas de ahorro de energía y recogida de residuos (Middleton y Hawkins, 1998).

Buena prueba de lo anterior es la apuesta de la cadena hotelera NH por minimizar el impacto medioambiental de su actividad. En NH Hoteles consideran que su actividad está en continua relación con el entorno por lo que trabajan para avanzar en el uso racional y el respeto de los recursos existentes. Su enfoque se basa en un planteamiento ambiental sostenible en todo el ciclo de negocio, desde las tareas de planificación, diseño y construcción de los hoteles a su funcionamiento cotidiano y el servicio que prestan al cliente.



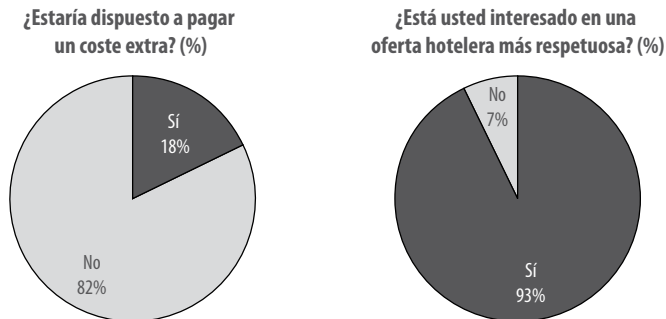
## El plan medioambiental de NH Hoteles

En NH son conscientes de que su manera de relacionarse con el medio ambiente es positiva para las generaciones futuras, pues cuidando el entorno preservan su disponibilidad para que puedan cubrirse necesidades y demandas en el futuro.

En 2008, NH Hoteles se planteó el reto de posicionarse como un innovador ambiental entre las empresas hoteleras y desarrolló un Plan Estratégico Medioambiental 2008-2012 con el objetivo de progresar en una mejora continua y expandir esa influencia en las comunidades donde opera, entre sus clientes y proveedores.

Estos nuevos compromisos surgieron de contrastar la sensibilidad y predisposición al cambio de la alta dirección, que vio este giro hacia la eco-eficiencia como una oportunidad. Además, y de modo previo, investigaron el conocimiento y demanda de la gestión medioambiental del negocio en otros públicos relevantes para la Compañía como los clientes y empleados.

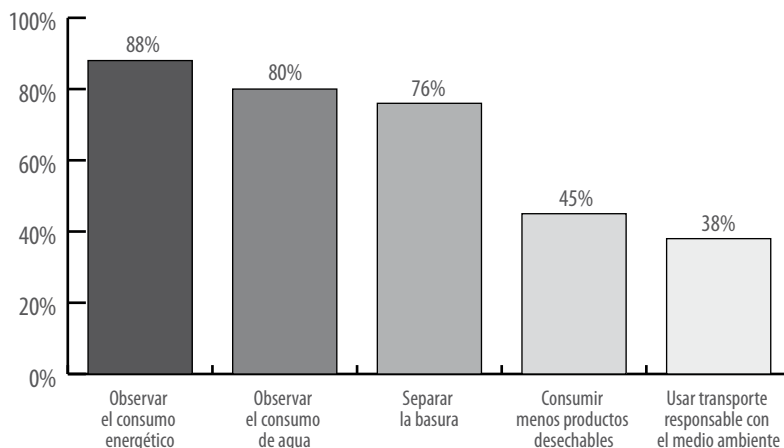
Los resultados de los estudios llevados a cabo, revelaron la necesidad de ofrecer un servicio cada vez más respetuoso con el medio ambiente pero sin que los costes recayeran en el cliente.



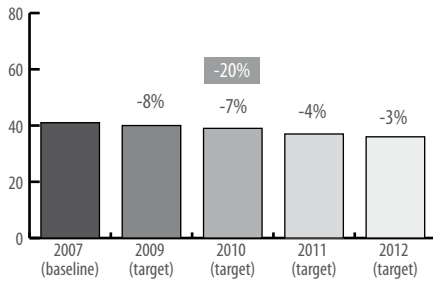
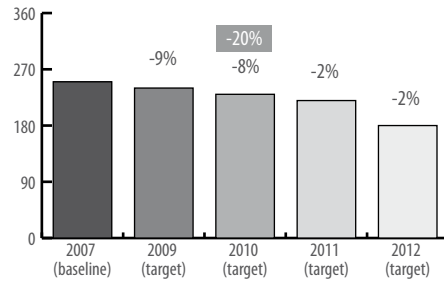
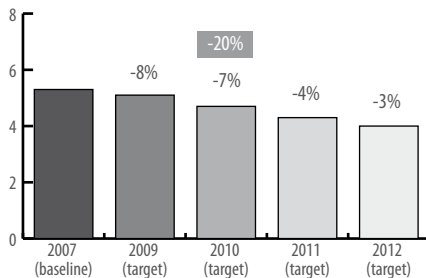
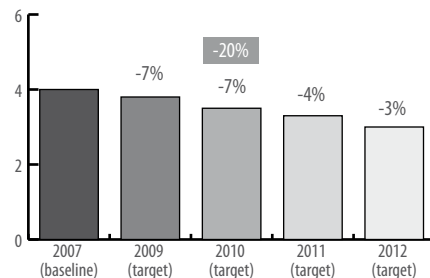
Asimismo, según una encuesta realizada a los empleados de NH Hoteles, el grado de concienciación de los trabajadores era significativamente alto y mostraba un nivel de implicación y compromiso por encima de la media.

### Nuestros empleados muestran un alto grado de concienciación por el medio ambiente

*En casa, ¿has puesto en práctica alguna de estas medidas por razones medioambientales durante el último mes?*  
(% de afirmaciones)



Por ello, cuando en el año 2008 NH pone en marcha su **Plan Estratégico de Medioambiente, 2008-2012**, plantea el agua como una de las variables importantes a tener en cuenta junto con las de consumo energético, emisiones de CO<sub>2</sub> y la generación de residuos

**20% reducción del consumo de energía***Consumo de energía por huésped/noche (Kwh.)***20% reducción del consumo de agua***Consumo de agua por huésped/noche (Lt.)***20% reducción de emisiones de CO<sub>2</sub>***Emisiones CO<sub>2</sub> por huésped/noche (Kg.)***20% reducción de la generación de residuos***Generación de residuos por huésped/noche (Kg.)*

## NH y el reto del agua

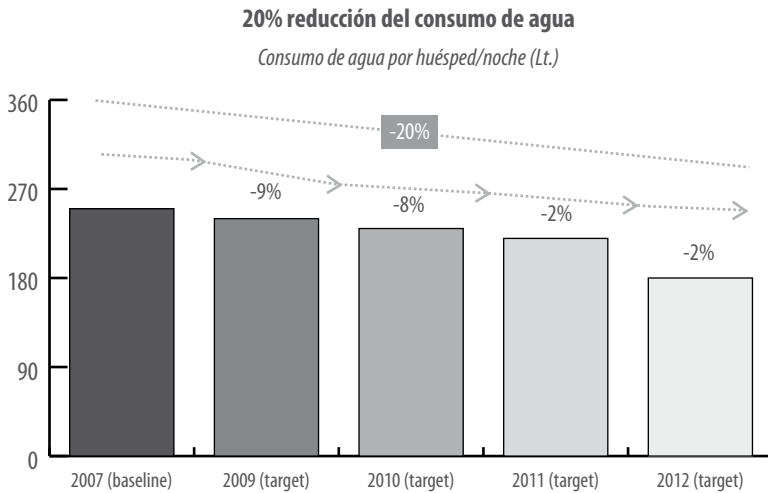
La variable agua, dentro los objetivos medioambientales fundamentales de las compañías, se ha vuelto cada vez más importante. Ya no solo porque en un país como el nuestro sea un tema que vivimos desde hace muchos años, sino también debido a distintas informaciones que aparecen de forma continua en los medios, tales como la asistencia incesante a disputas por el control de los ríos o las noticias continuas durante la época estival informando acerca de las restricciones en algunas localidades, que hacen que seamos conscientes de que el agua es un bien escaso y ha de ser bien administrado.

El agua, tal y como reconoce Naciones Unidas, pasa a ser un elemento determinante para los pueblos, dada su distribución en el planeta y las necesidades que son necesarias para dar cabida a los retos de población y funcionamiento del planeta (agricultura e industria).

En NH entendían que un plan de medio ambiente debía contemplar el reto de lograr una mejora sobre los consumos de agua, independientemente de

que, por un lado, su debate estuviera fuera de los círculos de discusión sobre cambio climático y por otro, su afección sobre la cuenta de resultados de las compañías no tuviera tanto impacto como cuando se analizan otros consumos más básicos, como puede tratarse de la electricidad o el gas.

El plan estratégico de NH fijó el objetivo principal de reducir los consumos de agua por cliente y noche en un 20 % de forma global, lo que supone pasar de un consumo medio a nivel compañía de 265 litros /noche por persona a 180 litros/noche persona.



Además, se establecieron objetivos concretos para cada uno de los países donde NH tiene presencia (24) y para cada uno de los hoteles que forman parte de la compañía (398).

Con el fin de lograr el cumplimiento de los objetivos propuestos, se desarrollaron planes de acción encuadrados en tres grandes grupos:

- Globales
- Particulares
- I+d

Los planes de acción globales se trasladan a todos los hoteles de la compañía en cada país, independientemente de que en esos países sean o no sean prácticas habituales o que su implantación versus el ahorro que produzcan no tengan plazos cortos de amortización, como podrían ser, por ejemplo, la incorporación de duchas con equipos de ahorro de agua.

Además, cada hotel fue auditado, por lo que se definieron objetivos concretos para cada uno de ellos en función de:

- La situación de sus instalaciones
- La cultura y tecnología local

Respecto a este último punto, se puede entender mejor con el siguiente ejemplo: En México existe una amplia cultura local de recuperar y depurar las aguas para riego, por lo que resulta sencillo realizar la instalación necesaria, tal y como hicieron en sus hoteles de Cancún, donde se depuran las aguas grises y negras, evitándose la generación de vertidos y reaprovechándose el agua para el riego de jardines. Este mismo proyecto, en otro país, donde ni proveedores ni administraciones locales tienen esa cultura, resulta más complicado de implantar, buscándose en estos casos otras medidas, que puedan aportar los niveles de eficiencia que pretenden alcanzar.

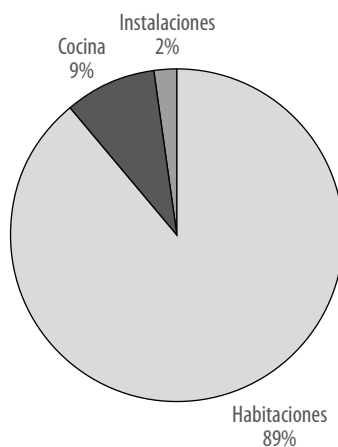
Fundamental en este plan estratégico de medioambiente de NH resulta la monitorización y el control que se realiza sobre las principales variables medioambientales, entre ellas el consumo de agua. Por ello, cada 3 meses, cada hotel recibe un reporte donde se le muestra la evolución de sus consumos respecto al objetivo que el hotel tiene, así como el grado de cumplimiento de los objetivos corporativos por un lado y particulares del hotel por otro.

Pero el reporte no se queda solo a nivel de hotel: Ese reporte forma parte de un informe por país que se envía al comité de dirección, quien verifica cómo cada país y unidad de negocio evoluciona dentro del plan estratégico de medioambiente 2008/2012.

Haciendo un poco más de hincapié en las medidas de carácter global que NH implanta como estándar para todos los hoteles estarían las básicas como:

- Instalación de reductores de caudal en duchas (8-10 litros/min)
- Instalación de perlizadores en lavabos y bidés (5l/min)
- Instalación de griferías automáticas en lavabos públicos de salones
- Instalación de dispositivos de ahorro de cisternas
- Riego por goteo para jardines
- Procedimiento de control de fugas
- Etc

En los hoteles de ciudad, que constituyen el tipo de hotel que representa la base de hoteles de NH, el consumo de agua proviene básicamente del uso de las habitaciones, es en concreto el 89%, mientras el 9% podría estar en la cocina.



El peso de piscinas o jardines es pequeño en general y excepto en hoteles muy concretos con SPA o posicionados en otra tipología, como hotel + golf o de playa, que son pocos, esos consumos serían bastante cercanos para el hotel urbano puro.

## Y continúan la apuesta

En NH consideran que incorporar elementos en el diseño de las habitaciones que ayuden a conseguir el mínimo consumo de agua en la habitación es fundamental. Por ello, y dentro del área de eco-diseño, en NH investigan constantemente cómo incorporar elementos, equipos y diseños para que esto se pueda llevar a cabo. Así, por ejemplo, una habitación que en este momento se construye en un hotel NH, tanto nuevo como en reforma, consigue que el consumo de agua sea un 40% menor que la misma habitación construida en el año 2005.

En base a esta premisa, NH llegó a un acuerdo con el ITA (Instituto Tecnológico del Agua) y la Universidad Politécnica de Valencia, para investigar acerca de cómo seguir mejorando el consumo de agua en la habitación. Para ello, se han puesto a disposición del ITA varias habitaciones de hotel, donde se han instalado equipos de medición en cada uno de los puntos de consumo, que per-

mitirán conocer qué consumo tiene cada elemento, tanto de agua fría como caliente, así como en qué momento se produce el citado consumo.

De esta forma están investigando, por un lado, si los niveles de eficiencia que publicitan los diferentes fabricantes de equipos son ciertos y producen el ahorro que prometen, por otro lado, cuáles son las pautas de consumo de sus clientes, pudiendo segmentar por nacionalidades, edades, etc... y, por último, y no menos importante, las pautas de mantenimiento de su personal.

Todo esto va a aportar a NH valores fundamentales para el futuro en:

- Incorporar elementos de eficiencia contratada y medidos
- Seguir incorporando novedades tecnológicas para seguir evolucionando
- Implantar procedimientos internos de mantenimiento del baño y contrastarlos
- Estudiar nuevos productos y metodologías de limpieza

Dada la preocupación de NH por seguir innovando y apostando por incorporar a sus hoteles aquellas metodologías más adecuadas para el ahorro del agua, cada año apuestan por una serie de proyectos de investigación, que se desarrollan en algunos de los hoteles de la cadena, con la finalidad de apoyar posibles futuros desarrollos que la compañía tiene en marcha (más de 40 proyectos en construcción y diseño en este momento).

Así, por ejemplo, se han comenzado a realizar proyectos de recuperación de agua de lluvia, fruto de experiencias ya realizadas con anterioridad, medidas y contrastadas, que permiten a NH disponer de datos de eficiencia/beneficio en función de las investigaciones realizadas.

Así, por ejemplo, el hotel NH Porta de Barcelona, fue el primero en implantar en un hotel ya abierto, y por tanto con dificultades añadidas, un sistema para recuperar el agua de lluvia y utilizar para el riego del jardín del hotel. Otro ejemplo sería la instalación de recuperación de aguas grises en el hotel NH Campo de Gibraltar, donde se procede a recuperar el agua de las duchas y lavabos para reciclarla, filtrarla y tratarla y posteriormente reutilizarla en los inodoros, lo que permite a este hotel tener unos ratios un 30 % por debajo de la media de consumo de agua de los hoteles NH o de más de un 50 % de la media del sector.

La innovación es un elemento de mejora continua en NH. Es el motor que está impulsando la evolución del proyecto y que permite aventurar que, aunque

el reto es importante para la Compañía, para 2012 existirá un nuevo plan de futuro, donde será indispensable seguir apostando por el I+D+i.

Tanto es así, que dentro del departamento de medioambiente de NH existe un área de eco-diseño que está estudiando de forma continua las novedades en productos y sistemas que pueden ayudarles a conseguir sus objetivos. Objetivos que cada vez más demuestran su rentabilidad y permite a NH hablar de eficiencia económica. Así, por ejemplo, están procediendo a sustituir los lavavajillas industriales antiguos en algunos hoteles de la cadena, puesto que la implantación de tan solo esta medida, con el ahorro de agua y energía que se produce con los nuevos equipos de alta eficacia, permite su amortización en menos de un año.

Todas estas medidas formarán parte de su futuro proyecto cero-emisiones en la Ciudad del Medioambiente de Soria, donde NH quiere plasmar todas las innovaciones tecnológicas en materia de eficiencia medioambiental, incluyendo el agua, para conseguir un hotel con un impacto mínimo en el medioambiente, de modo que el mismo, por sí solo, consuma en su vida útil la misma energía que genere.

## **Bibliografía**

- [1] MIDDLETON, W. Y HAWKINS, R. (1998): "*Sustainable Tourism. A Marketing Perspective*". Ed. Butterworth-Heinemann. Oxford
- [2] NH HOTELES (2010): *Informe de Sostenibilidad 2008*. <http://corporate-information.nh-hotels.com>
- [3] ORGANIZACIÓN MUNDIAL DEL TURISMO (1993): "*Tourism the year 2000 and beyond qualitative aspects*". OMT
- [4] ORGANIZACIÓN MUNDIAL DEL TURISMO (1995): "*Carta Mundial de Turismo Sostenible*". Conferencia de Turismo Sostenible. Lanzarote. España.



# Reflexiones en torno al Dow Jones Sustainability Index

Nuria Bajo Davó, *Departamento de Financiación. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. UDI Financiación. Universidad Autónoma de Madrid.*  
*nuria.bajo@uam.es*

## Resumen

En este trabajo nos ocupamos, en primer lugar, del contenido y alcance del Dow Jones Sustainability Index (DJSI), para a continuación presentar, a través de una entrevista en profundidad, la perspectiva actual de la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) desde el punto de vista del Director General de Índices de SAM Group<sup>1</sup>, persona de reconocido prestigio en este tema a nivel internacional.

## Palabras clave

Dow Jones Sustainability Index (DJSI), Responsabilidad Social de la Corporativa (RSC).

Código JEL: M14, G10

## Abstract

This article is divided in two main blocks: the first one reviews the scope and the contents of the Dow Jones Sustainability Index (DJSI); the second one consists in an interview with the Managing Director of SAM Indexes, an internationally renowned professional in CSR, where he analyses the existent perspective for the CSR.

## Key words

Dow Jones Sustainability Index (DJSI), Corporate Social Responsibility (CSR)

JEL Classification: M14, G10

<sup>1</sup> Agradezco a D. Rodrigo Amandi Director General de Índices de SAM (Sustainable Asset Management) Group, su buena predisposición y colaboración en la realización de la entrevista. SAM pertenece a Robeco, miembro del Dutch Rabobank Group. SAM es empresa líder en desarrollo y distribución de productos de inversión sostenibles. <http://www.sam-group.com/html/main.cfm>

## Funcionamiento del índice Dow Jones Sustainability Index

Actualmente existen dos índices bursátiles internacionales de inversión socialmente responsable que constituyen una referencia a nivel mundial: el índice Dow Jones Sustainability Index (DJSI) y el FTSE4Good. En este trabajo vamos a profundizar solo sobre el primero de ellos.

El índice Dow Jones Sustainability Index (DJSI) se crea en 1999 como resultado de la cooperación entre Dow Jones Indexes, SAM Group y STOXX Limited<sup>2</sup> (con esta última compañía desde 2001). Se trata de una familia de índices que incorpora a las empresas que contemplan las mejores prácticas de Responsabilidad Social Corporativa (RSC) en sus respectivas industrias, proporcionando un *benchmark* o índice de referencia con relación a criterios de sostenibilidad. El Dow Jones Sustainability World Index (DJSI World) incluye al 10% superior, en términos de prácticas sostenibles y medioambientales, de las 2.500 compañías más grandes en capitalización del mercado *free float* del índice bursátil Dow Jones Global Index.

El DJSI está basado en una serie de cuestionarios específicos para cada sector que se envían a los directivos de cada compañía. En estos cuestionarios, y para lograr un adecuado grado de comparación entre resultados, se limitan el número de respuestas cualitativas a través de preguntas con respuestas múltiples predefinidas. El cuestionario completo lo firma un alto directivo de la empresa y constituye la fuente de información principal para la confección del índice.

Además la información de cada empresa se completa con el análisis de los siguientes documentos: cuentas anuales, informes de sostenibilidad, medioambientales, de seguridad y salud, de clima social, informes especiales (gestión del capital humano, gobierno corporativo, I+D, relaciones con los empleados), así como otras fuentes de información: documentos internos, manuales, página web. En caso de que se considere necesario y con el fin de lograr un perfecto ajuste y coordinación entre todos los datos recogidos, los analistas de cada familia de índices pueden contactar con cada empresa con el fin de aclarar algún aspecto concreto.

El DJSI cuenta con un comité denominado *Corporate Sustainability Monitoring* (CSM) encargado de vigilar el comportamiento de las compañías que entran en el índice, identificando situaciones que pudieran tener un efecto adverso

<sup>2</sup> STOXX Limited es una compañía que desarrolla, mantiene y comercializa índices reconocidos internacionalmente, proporcionando a los inversores acceso a los mercados de Europa, América y Asia/Pacífico. <http://www.stoxx.com/index.html>

sobre su reputación, por lo tanto las empresas quedan sometidas a un seguimiento continuo por parte de este comité.

El CSM también observa la consistencia entre la gestión y lo que la empresa declara o informa. En concreto, presta especial atención al seguimiento de los siguientes aspectos:

- Prácticas comerciales: fraude, blanqueo de capitales, prácticas contra la competencia (*antitrust*), fraude en el balance, casos de corrupción.
- Violación de los Derechos Humanos: casos de discriminación, recolocaciones forzosas, trabajo infantil, discriminación de personal indígena.
- Despidos o conflictos laborales: despidos masivos, huelgas.
- Situaciones catastróficas o accidentes: muertes y accidentes graves, seguridad en el lugar de trabajo, fallos técnicos, desastres ecológicos, retirada de productos.

Con el fin de recalcar la independencia, calidad y objetividad del trabajo realizado por el CSM y los analistas (en su caso), se contrata la valoración de una auditora externa. Este proceso permite excluir a aquellas empresas que muestran un cierto deterioro de su imagen aunque en la etapa precedente hubiese logrado una buena puntuación global.

Los criterios de valoración del DJSI se resumen en la tabla 1, y se basan en criterios ponderados y agrupados en tres dimensiones: económica, medioambiental y social.

**Tabla 1.** Criterios de valoración del Dow Jones Sustainability Index

Dimensión	Criterios	Peso (%)
<b>Económica</b>	Códigos de conducta / Observancia de normas / Corrupción y soborno	5.5
	Gobierno Corporativo	6.0
	Gestión de riesgos y crisis	6.0
	Criterios específicos de cada industria	Según industria
<b>Medioambiental</b>	Ejercicio medioambiental (Eco-Eficiencia)	7.0
	Informe medioambiental (criterio valorado en función de la información publicada exclusivamente)	3.0
	Criterios industriales específicos	Según industria
<b>Social</b>	Colaboración corporativa con la ciudadanía / Actividades filantrópicas	3.5
	Indicadores de buenas prácticas laborales	5.0
	Desarrollo del capital humano	5.5
	Informe social (criterio valorado en función de la información publicada exclusivamente)	3.0
	Atracción y retención del talento	5.5
	Criterios industriales específicos	Según industria

**Fuente:** *Elaboración propia*

A continuación presentamos el resultado de la entrevista sobre el DJSI, realizada a D. Rodrigo Amandi, PhD, Managing Director Indexes de SAM Group.

**Pregunta (P) ¿Cuáles son los valores diferenciales del índice frente a los competidores?, ¿En qué le gustaría a DJSI que se perciba que es diferente? Por ejemplo, en la manera de realizar la valoración, en ser los primeros en crear un índice de este tipo...**

**Rodrigo Amandi (RA).** En primer lugar hay que hablar bien de los competidores ya que promueven lo mismo aunque de manera distinta: análisis, criterios, presentación de resultados...

El DJSI se creó primero, en 1999, es un índice centrado en el concepto de *performance* y que analiza todos los sectores, es decir, trata de reflejar la economía real, haciendo hincapié en el mayor peso específico de cada industria, para ello se utiliza un cuestionario específico para cada sector.

El FTSE 4 Good nació en julio 2001, se ciñe más al concepto de ética que al de *performance*. Se centran más en el análisis de sostenibilidad y aspectos éticos, y excluyen ciertos sectores en su análisis: tabaquero, fabricante de armas (aunque sean solo componentes), operadores de energía nuclear, minero de

uranio (extracción y transformación). Además no están enfocados en sectores específicos por lo que utilizan el mismo cuestionario para todos los sectores.

**P. ¿Cuál fue la intención al lanzar el índice de sostenibilidad y en qué ha cristalizado en realidad? Es decir, ¿los resultados en los valores sociales y los objetivos del DJSI han sido los que se perseguían en el comienzo? ¿En los orígenes se pretendía impulsar una conciencia social?**

**RA.** El motor del DJSI no es la contribución a nivel social, al estilo de lo que pueda ser una ONG, la base conceptual del DJSI es que las empresas que desarrollan actividades de RSC obtienen resultados superiores.

De hecho nosotros nos dedicamos a productos de inversión, para ello contamos con un potente grupo de *research* que analiza dos aspectos fundamentales de las compañías: el financiero y el de sostenibilidad, es decir, tratamos de incorporar los intangibles en la valoración de las empresas.

Desde la creación del índice en 1999 hasta ahora el avance ha sido grande, actualmente manejamos cifras que en un principio no pensamos que podríamos alcanzar.

**P. Si existen, ¿cuáles son las desviaciones (positivas o negativas) entre la idea original y el actual DJSI?**

**RA.** La idea original no ha variado: desarrollar un producto de inversión asociado al concepto de sostenibilidad. A lo largo de los años lo que ha cambiado es el proceso de análisis de sostenibilidad empresarial y continuará cambiando (evolucionando). Para ello hay que pensar en nuevas preguntas y conceptos para las empresas de los distintos sectores; la intención es que las empresas mejoren ya que los productos de inversión se basan en ello; hay que descubrir nuevos intangibles que permitan capturar el valor "real" de mercado de las empresas.

**P. ¿Cuáles son las fuerzas contrarias que habéis detectado? ¿Cómo podría el DJSI proponer a los distintos grupos de interés o *stakeholders* neutralizar esta oposición contra una rápida implementación de una "mentalidad corporativa responsable"?**

**RA.** La presión social sobre las empresas es tan fuerte que estas cada vez tienen que ser lo más transparentes posibles. Ya no hay marcha atrás, las compañías quieren diferenciarse de sus competidores y la RSC es una forma de hacerlo.

Pero a pesar de que las fuerzas en contra van disminuyendo existen dificultades que hay que salvar:

- La utilización de multitud de términos académicos para referirse a todo lo que tiene que ver con “empresas socialmente responsables” genera gran confusión tanto a las empresas, inversores, empresas gestoras de cartera como al público en general; debería realizarse un esfuerzo educacional por unificar conceptos y difundirlos de manera clara.
- Además, el rápido crecimiento del mercado de fondos de inversión ha provocado que muchas empresas que no tienen nada que ver con responsabilidad social hayan lanzado productos de inversión relacionados con RSC. Teniendo en cuenta lo dicho anteriormente, la confusión actual alrededor del concepto de sostenibilidad, junto a esta proliferación de productos de inversión sostenibles, hace que sea difícil seleccionar productos de calidad.

Los grandes inversores institucionales con su tradicional *asset allocation*, lanzan sus críticas sobre este tipo de índices socialmente responsables ya que ponen en duda tanto el análisis de sostenibilidad empresarial llevado a cabo como los rendimientos de estos índices de sostenibilidad respecto a índices de referencia tradicionalmente usados (MSCI World, STOXX 600, etc). Desgraciadamente, el concepto erróneo de “invertir en sostenibilidad significa sacrificar rendimiento” sigue muy vigente.

En este sentido el DJSI es muy transparente tanto a la hora de mostrar las empresas líderes desde el punto de vista de sostenibilidad, así como de la metodología empleada y de los rendimientos de los índices resultantes respecto a los índices de referencia más comúnmente usados. Aun así, muchos de estos inversores institucionales se siguen mostrando reticentes, a pesar de que empresas que forman parte de sus carteras dan credibilidad al concepto de sostenibilidad, a través de comunicados como los realizados por las multinacionales holandesas Azko Nobel (sector químico) y Royal Dutch Shell (sector petróleo), en los que anuncian el lanzamiento de paquetes de retribución variable a los ejecutivos y directivos de estas empresas vinculado a su inclusión en el DJSI.

**P. Desde la perspectiva de SAM ¿Cómo siente la gente que trabaja en el DJSI su labor? ¿Sienten que están contribuyendo en algo a cambiar “la manera de pensar”? ¿Cuál es su motivación trascendente, es decir, la que es más difícil de alcanzar, pero que tiene un mayor impacto sobre las personas?**

**RA.** Los orígenes de SAM, que se remontan a 1995 y la colaboración con DJSI empieza en 1999, nos recuerdan a Microsoft con sus dos visionarios y al igual

que en la multinacional informática su espíritu inicial se mantiene. La edad media de los trabajadores en el departamento de Research está en torno a los 30 años, por lo que todos han crecido dentro de un “marco medioambiental”, este *feeling* especial no es nuevo para nosotros. Actualmente ya no somos la pequeña empresa de hace una década. El pertenecer a una organización más grande como Robeco (Dutch Rabobank Group) requiere ciertas estructuras organizativas que no son las de antes.

**P. ¿Las compañías perciben la importancia de la RSC como la percibimos nosotros, es decir, como una inversión y no como un coste?**

**RA.** Las empresas grandes señalan la RSC como algo necesario, como una inversión y no como un coste, al igual que se aprecia desde nuestra compañía, pero las PYMES no lo perciben de la misma manera, ya que la sostenibilidad cuesta dinero y muchos comités ejecutivos ponen en duda la RSC, por ello es necesario seguir continuando con la labor educativa desde distintos foros, de manera que poco a poco la RSC se vaya implantando en las empresas de manera natural, como por ejemplo ha ocurrido con las políticas de calidad en las empresas recientemente.

**P. ¿Cómo ha afectado la crisis a vuestra compañía?**

**RA.** Durante los últimos dos-tres años, asuntos como el cambio climático o la crisis financiera, desencadenada en mi opinión por una gran falta de transparencia, nos ha afectado de manera positiva. No hay duda de que el mercado cada vez exige más información a las empresas, más transparencia, y esta es la base de la sostenibilidad corporativa.

Muchas empresas quieren poder acceder a estos índices, “quieren ser destripadas”, ya que esto supone acceso a capital añadido, lo cual en el marco económico actual resulta cada vez más difícil.

**P. ¿Qué estimáis que se está dejando de hacer para reflejar o recompensar actitudes socialmente responsables en la cotización de cualquier compañía? ¿Quizás campañas de publicidad o anuncios, como por ejemplo, la lanzada recientemente por una conocida compañía española del sector petrolero cuyo *leitmotiv* fue su reciente puntuación en el DJSI? ¿O tal vez a través de ventajas fiscales a las compañías socialmente más responsables?**

**RA.** Creemos que existe una relación positiva entre sostenibilidad y *performance*, pocos artículos demuestran lo contrario. En nuestras propias investi-

gaciones donde hemos utilizado los datos que SAM ha recopilado a lo largo de la última década, la relación hasta ahora siempre ha sido positiva o neutra.

Sin embargo, un aspecto que nos perjudica es otra vez el concepto erróneo y generalizado de que cualquier fondo o índice de responsabilidad social tiene que dar un rendimiento superior a su *benchmark*. Esto supone doble rasero ¿por qué se nos exige más a nosotros? ¿por qué tenemos que dar unos rendimientos superiores?

Respecto a las ventajas fiscales no somos partidarios de este tipo de medidas, creemos que todos debemos jugar con las mismas reglas, desde donde hay que trabajar es desde el ámbito de las grandes instituciones, por ejemplo, Ministerio Economía, Seguridad Social... a través de Planes de Pensiones que incorporen estos productos.

También el trabajo de los *asset managers* tiene que poner cada vez más al servicio del inversor productos de calidad. Existe desconocimiento por parte de algunos profesionales del sector financiero sobre productos socialmente responsables y en ocasiones se pierden clientes potenciales por este motivo.

## **P. Para finalizar Rodrigo Amandi nos hace la siguiente observación.**

**RA.** Muchas empresas están perdidas en materia de sostenibilidad, no hay un estándar, existen multitud de conceptos que confunden, las empresas reclaman *guidelines*, en especial las PYMES, en este aspecto queda mucho por hacer.

En algunos temas como emisión de gases o ahorro agua ya hay avances, pero en temas sociales como motivar a empleados, atraer talento... la RSC todavía está "en la cuna", todas estas cuestiones hay que cuantificarlas.

Se trata de unificar los criterios, lo cual dará una señal de confianza a las empresas e inversores.

*Nota del autor: el 1 de junio de 2010 fue excluida del DJSI la compañía petrolera BP plc. como consecuencia del derrame de crudo en el golfo de Méjico, lo cual pone de manifiesto cómo tratan desde Dow Jones casos particularmente sensibles desde el punto de vista de sostenibilidad.<sup>3</sup>*

<sup>3</sup> [http://www.sustainability-indexes.com/djsi\\_pdf/news/PressReleases/20100531\\_Statement%20BP%20Exclusion\\_Final.pdf](http://www.sustainability-indexes.com/djsi_pdf/news/PressReleases/20100531_Statement%20BP%20Exclusion_Final.pdf)



## Bibliografía

- [1] DOW JONES SUSTAINABILITY INDEXES: <http://www.sustainability-index.com/>
- [2] DURÁN, H. Y BAJO N. (2009): "Responsabilidad social y variables estratégicas en las grandes empresas españolas". *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa* Nº II, Págs: 51-76. Editorial Fundación Luis Vives. ISSN: 1888-9638
- [3] SAM GROUP: <http://www.sam-group.com/html/main.cfm>
- [4] STOXX LIMITED: <http://www.stoxx.com/index.html>



# P Puntos de vista





# Juan Felipe Puerta Gutiérrez

*Dirección de Comunicación  
Responsabilidad Social y Reputación Corporativas  
IBERDROLA, S.A.*

## **¿Cómo formulamos la misión y visión de la empresa para que sea compatible con la RSE y el buen gobierno?**

Esta pregunta nos propone establecer vínculos entre cuatro conceptos que, por sí mismos, podrían dar lugar a amplios tratados al respecto. Considero necesario, en primer lugar, diseccionarlos brevemente para localizar aquellos aspectos que nos permitan identificar el hilo conductor que nos permita conectarlos, sabiendo que el espacio limitado de la respuesta nos hará perder bastantes matices que enriquecerían, sin duda, el debate.

Hablar de Responsabilidad Social de las Empresas (RSE) es hablar de comportamientos, con el adjetivo de "responsables" por supuesto, que implica que las empresas deben tener en cuenta las necesidades de sus grupos de interés en su modelo de obtención de beneficios, los cuales, siendo lícitos, no se deben obtener a cualquier precio, deben tener una cierta "calidad", la cual se consigue en base al comportamiento empresarial con sus entornos ambiental y social, atendiendo tanto a sus clientes, proveedores, empleados o accionistas como al medio ambiente o al entorno en el que realiza sus actividades.

Por su parte, el gobierno corporativo es un conjunto de normas, procesos, pautas, ..., bajo los que se rige el funcionamiento de una empresa, pero el "buen gobierno" tiene que ver con el "tipo de ética" que se aplica a este funcionamiento y nos acerca también a los comportamientos que guían las actuaciones de sus directivos y administradores.

Desde el punto de vista del tipo de modelo de relación que la empresa debería mantener con la sociedad, se está produciendo un fuerte debate entre dos tendencias: la que defiende que el eje central del gobierno corporativo debe

enfocarse directamente en el objetivo de creación de valor para el accionista y una tendencia (¿más humanista?) para la que las decisiones de gestión generan externalidades para grupos relacionados con la empresa, por lo que administradores y directivos deben reflexionar acerca del valor que crean para estos grupos de interés, qué responsabilidad tienen frente a ellos y qué tipo de relaciones deben adoptar para satisfacer objetivos comunes.

Nos encontramos así con que el principio rector de la creación de valor puede estar basculando hacia “una gestión responsable que genera el máximo valor para el máximo número de sus grupos de interés” de forma que la “orientación hacia el beneficio” ya no sería un principio rector sino un resultado del proceso. Los administradores deberían velar por la perdurabilidad de la empresa a largo plazo, protegiendo los intereses generales de toda la sociedad.

Nos queda incorporar los conceptos de misión y visión. Hay que reconocer que estos conceptos, de amplia utilización en el mundo anglosajón, donde incluso pueden tomarse como referencia para el establecimiento de objetivos o como elementos sobre los que evaluar el resultado de la gestión operativa, permanecen todavía algo lejanos respecto de la gestión en el mundo empresarial español, donde se están incorporando al lenguaje de las empresas para quedar mayoritariamente relegadas a lugares destacados de las páginas web o de su información pública. Pero lo que nos interesa de ellos es que su definición suele proceder de una reflexión de su equipo directivo, que busca una especie de objetivo a largo plazo, formulado como un reto, que se entiende como conseguible y enfoca el esfuerzo de la organización.

Además, lo que más nos interesa es que la formulación de la visión y/o de la misión suele ir acompañada de la identificación de aquellos valores (de nuevo salen los comportamientos) que la empresa desea aplicar en su actividad diaria para conseguir ese objetivo definido.

Creo que estamos encontrando el hilo conductor que estábamos buscando: se trata de los comportamientos, como base para actuar y para tratar de alcanzar aquello que queremos ser.

Lo interesante de este planteamiento es que nos permite llegar a establecer una conexión entre los cuatro conceptos que, si es adecuada, nos generará un beneficio en términos de credibilidad y si no lo es, nos generará problemas desde el punto de vista de nuestra percepción externa. En efecto, al formular nuestra visión, misión y valores estamos diciendo lo que queremos ser y cómo

lo queremos conseguir, mientras que nuestras actuaciones en gobierno corporativo o en RSE muestran lo que hacemos de verdad. Y no podemos cimentar adecuadamente nuestra reputación si hay una evidente distancia entre lo que decimos y lo que hacemos.

Al proyectarnos hacia el exterior podemos incurrir en exceso por las dos partes: podemos hacer determinadas cosas que, inadecuadamente comunicadas, pueden quedar inadvertidas para nuestro entorno, lo que genera una pérdida de oportunidad en nuestra valoración externa, pero podemos también hacer lo contrario y tratar de vender que queremos hacer determinadas cosas que no se corresponden con la realidad.

Estaríamos en ese caso incurriendo en un riesgo reputacional evidente con consecuencias probables en diferentes ámbitos: para nuestros empleados, presentes o futuros, no existiría un discurso especialmente atractivo que actuara como captador o retenedor de talento; nuestros clientes no estarían recibiendo mensajes coherentes y se resentiría el posicionamiento de la marca y los ciudadanos no estarían recibiendo ningún mensaje atractivo, más bien al contrario.

El punto de partida para esta reflexión ha sido el de la utilización conjunta, por parte de la empresa, de los cuatro conceptos recogidos en la pregunta inicial. La empresa puede optar por no entrar en ellos y evitar sobre todo la problemática reputacional asociada. Pero si entra, y los utiliza, cuando menos debería llevar a cabo una gestión inteligente de los mismos que diera como resultado un modelo coherente e integrado al que, en cualquier caso, habría que someter a la prueba del algodón.

Podemos estar hablando de un modelo básico, el de acuerdos o compromisos mínimos, el que habla de RSE o de ética o de buen gobierno, que introduce un maquillaje porque es un tema del que se habla mucho, aflora ciertas prácticas sin duda valiosas y establece algún código o política al respecto, mostrándose al exterior como organización comprometida o responsable, sin mayores ambiciones. Eso está bien, de eso hay mucho hoy en día, hay que valorarlo y sería bueno que se extendiera.

Pero también se puede ir más allá, mediante un modelo avanzado en el que la responsabilidad social fuera un factor de diferenciación más de nuestro modelo de negocio, incorporándola en nuestro enfoque estratégico como un factor más de competitividad, que no solamente forma parte de unas formulaciones más o menos académicas de nuestra visión o de nuestros valores, sino que he-

mos **incorporado a nuestra cultura** y que utilizaremos como un elemento más en la generación de valor propio y para nuestros grupos de interés.

En esa situación, se tendría que buscar la forma para que comportamientos y estrategias socialmente responsables puedan convertirse en una diferenciación competitiva, actuando como motor de crecimiento del negocio: generando ingresos a través de nuevos productos o servicios, de la atención a nuevos grupos de clientes que hasta ahora no habíamos considerado, a través de alianzas que nos faciliten su consecución; o actuando sobre los costes, permitiéndonos acceder con mayor facilidad a equipos de personas motivados o a grupos de clientes con los que sintonizar más fácilmente.

Las posibilidades están abiertas y ya hay empresas explorando este tipo de modelos más innovadores. Un tratamiento más completo de este tipo de oportunidades puede consultarse en el "European Competitiveness Report" de la Comisión Europea, que explora en profundidad los vínculos posibles entre RSE y competitividad. Pero esto es entrar ya en otro debate.



## Ana Bolado

*Directora de Estrategia y Desarrollo de Negocio División Banca Comercial  
Banco Santander*

### **¿Cómo formulamos la misión y visión de la empresa para que sea compatible con la RSE y el buen gobierno?**

Desde los inicios de la RSC en España, en los cuales el Banco fue pionero y líder, Santander ha incorporado en la misión y la visión de la empresa los conceptos de RSC y Buen Gobierno, integrándolos bajo el paraguas de la sostenibilidad.

Para Banco Santander, la sostenibilidad combina el desarrollo de su actividad empresarial y el progreso económico de las comunidades donde está presente, teniendo en cuenta el impacto de su actividad en la sociedad y en el medio ambiente. Todo ello forma parte de la visión del Santander, que busca dar una rentabilidad creciente a sus accionistas satisfaciendo las necesidades financieras de sus clientes.

Además, Banco Santander tiene definidos 6 valores corporativos que forman parte del ADN del Banco y uno de ellos es la ética y sostenibilidad en el que más allá del estricto cumplimiento de las leyes, de los códigos de conducta y de las normas internas, se exige a todos los profesionales de Banco Santander un comportamiento basado en criterios de sostenibilidad, y marcado por los más altos estándares éticos tanto en su relación con la sociedad como con el medio ambiente.

Este compromiso con la sostenibilidad implica:

- La integración de criterios éticos, sociales y medioambientales en su modelo de negocio.
- Visión a largo plazo en el desarrollo de sus actividades y relaciones estables y duraderas con sus grupos de interés.
- Contar con el mejor gobierno corporativo.

- Anticipación a los retos del entorno cambiante.
- Voluntad de identificar y dialogar con sus principales grupos de interés: accionistas, clientes, empleados, proveedores y la sociedad en su conjunto. Para, de esta manera, entender sus expectativas y responder a ellas.

En un difícil contexto económico y financiero, Banco Santander ha destacado de manera singular hasta situarse a la cabeza de las entidades financieras internacionales en la generación de beneficios, la retribución al accionista y el mantenimiento del empleo.

Todo ello ha sido posible gracias a una gestión orientada a generar riqueza y empleo de forma sostenible, guiada por políticas corporativas claras, ejecutadas por un equipo de profesionales preparado y cuyo cumplimiento garantiza un consejo de administración sólido y equilibrado y con visión estratégica a largo plazo.

La excelente gestión junto con la fortaleza del modelo de negocio de Banco Santander han permitido realizar una inversión creciente en responsabilidad social corporativa, incluso en el contexto actual de crisis. En 2009, la inversión del Banco fue de 126 millones de euros.

Con el fin de integrar la sostenibilidad en su modelo de negocio, Banco Santander cuenta con un comité de sostenibilidad presidido por el consejero delegado y compuesto por representantes de las diferentes divisiones/áreas de negocio y de apoyo globales.

El comité de sostenibilidad, que se reúne con periodicidad semestral, tiene la función de definir la estrategia de responsabilidad social corporativa y las políticas generales y sectoriales del Banco en materia de sostenibilidad, para someterlas a la aprobación del consejo de administración.

El comité vela por la aplicación y gestión de las diferentes políticas, así como el establecimiento de mecanismos de comunicación multidireccional dentro del Banco y con sus grupos de interés.

El área de responsabilidad social corporativa, dentro de la división de comunicación, marketing corporativo y estudios, es la responsable de la gestión de la sostenibilidad e impulsa y coordina las distintas iniciativas que se llevan a cabo en este ámbito dentro del Grupo.

## Joaquín Garralda

*Decano de Ordenación Académica  
IE Business School*

### **¿Cómo formulamos la misión y visión de la empresa para que sea compatible con la RSE y el buen gobierno?**

Al tratar de contestar a esta cuestión surgen varias inquietudes intelectuales, casi todas ellas derivadas de cierta imprecisión existente en las definiciones de los términos que contiene la pregunta. Respecto al significado de Misión y Visión hay varias interpretaciones –cercanas, eso sí– que no facilitan el análisis riguroso de su compatibilidad con los otros conceptos mencionados –la RSE y el Buen Gobierno– que también tienen límites difusos y múltiples dimensiones. En estas circunstancias se comprenden las inquietudes mencionadas.

La primera línea de reflexión surge al hacerse la pregunta al revés: ¿es que la formulación de la Misión y Visión que hacen actualmente las empresas es incompatible con la RSE y el Buen Gobierno? O dicho con otras palabras, ¿es que es muy difícil hacerlas compatibles?

Otra línea de reflexión apunta hacia la necesidad de incluir otro término en el análisis: los Valores, que suele ir junto con la Misión y Visión. Al introducir este concepto dentro de las palancas de la dirección estratégica de una empresa, queda claro que según se incluyan unos u otros valores y se establezca su orden de prioridad, se estará indicando lo que la empresa considera adecuado en términos de RSE y Buen Gobierno.

En este sentido, podemos concluir que no es que debemos formular la Misión y Visión para que sean compatibles con la RSE y el Buen Gobierno, sino que son fundamentalmente los Valores que la compañía establezca los que deben ser compatibles con la RSE y el Buen Gobierno. Son los valores los que condicionan –muchas veces sutilmente– la elección entre las opciones existentes alineando las acciones con los comportamientos deseables. Es decir, si la Misión refleja la

razón de ser de la empresa y la Visión la posición que se pretende alcanzar en un futuro, los Valores indican el cómo se quieren lograr las metas propuestas.

Sin embargo, merece la pena analizar la compatibilidad de la Misión y Visión primero con la RSE, para posteriormente tratar el tema de su compatibilidad con el Buen Gobierno.

Desde un planteamiento exclusivamente lógico, por un lado, la perspectiva de la Visión debe ser de largo plazo y por tanto debe tener en cuenta la limitación de los recursos naturales (condicionados por una economía “baja en carbono”) y, por otro, las actividades que quedan definidas en la formulación de la Misión no deben ser contrarias al mantenimiento del entorno que nutre a la empresa, o lo que es lo mismo, en su formulación debe considerarse el impacto medioambiental y social de sus actividades (controladas por unas normativas cada vez más exigentes) . Por ello, ambas deberían ser compatibles ineludiblemente con la RSE como una exigencia para la supervivencia de la empresa. Si consideramos la Sostenibilidad como un término sinónimo de la RSE, la empresa “naturalmente” debe buscar su supervivencia (su sostenibilidad al fin y al cabo), que en términos biológicos supone un equilibrio con su entorno ecológico.

¿Son fácilmente compatibles la Misión y Visión con el Buen Gobierno? De nuevo entran en juego los Valores, ya que deben ayudar a tomar decisiones ante situaciones que pueden dar lugar a “conflictos de interés” o a una “asimetría de información”, por citar dos temas relevantes de Buen Gobierno.

Muchas de las recomendaciones del Buen Gobierno se refieren a resolver el problema de la alineación de los intereses de los propietarios y los de los directivos –tema tratado dentro de la Teoría de la Agencia– partiendo de la premisa de que la empresa debe perseguir el máximo valor para sus accionistas.

Esta premisa tiene su defensor más conocido en el profesor y Premio Nobel Milton Friedman quien en su famoso artículo<sup>1</sup> del New York Times de 1970, defiende el interés del accionista –expresado por su mejor indicador, el beneficio– como el único criterio de elección entre las opciones existentes para la empresa, con el fin de que se mantenga la mejor asignación de recursos tanto en el plano micro de la empresa como en el macro del Sistema de Mercado. En consecuencia, el directivo debe gestionar la empresa tratando de ganar tanto dinero como pueda; eso sí, añade, “mientras sea conforme con las normas

<sup>1</sup> Friedman, Milton (1970): “The social responsibility of firms is to increase its profits”; *New York Times Magazine* (13 September), 1970, pp. 32-33.

básicas de la sociedad, tanto aquellas incluidas en la ley como las de las costumbres éticas”.

Las aportaciones posteriores de la denominada “Teoría de los Stakeholders”, propugnada principalmente por el profesor Edward Freeman, amplían este enfoque añadiendo a otros grupos de interés como partes a tener en cuenta en las decisiones adoptadas por la empresa. A raíz de estas aportaciones, surge la conocida polémica de “stockholders versus stakeholders”.

En un artículo reciente del *Business Ethics Quarterly*<sup>2</sup> que recoge de una manera sintética las contribuciones de los participantes más destacados del Simposio convocado por la Academy of Management sobre la teoría de los Stakeholders en el año 2007, el profesor Freeman declara que desde su punto de vista no hay una contradicción de fondo entre lo que afirmó Friedman y lo que propone él. En su comentario, que titula “Poniendo fin al denominado debate: Friedman – Freeman”, comienza diciendo “si se entiende el espíritu de su obra, algunas de las palabras que han dicho recientemente y... entonces las tensiones se disuelven”.

Sin entrar aquí en los matices del debate, sino solo tratando de apuntar esquemáticamente unos enfoques aparentemente contrapuestos, la conclusión que puede extraerse es que para que la Misión y Visión sean compatibles con la RSE y el Buen Gobierno, se debe aceptar que han de tenerse en cuenta a otros grupos de interés además de los accionistas. Es decir, que la premisa de los accionistas como únicos agentes a maximizar debe ser rechazada. Sin embargo, si nos fijamos en la salvaguardia que hizo Friedman sobre la necesidad de cumplir con la “ethical custom”, es posible –en la línea de lo planteado por Freeman– no tener que recurrir a la elección de un enfoque frente a otro, a la hora de seleccionar el mejor modelo explicativo de la realidad empresarial. En este sentido, Freeman mantiene que es más relevante preocuparse por la creación de valor, que por la distribución de su beneficio, y que para crear valor en el mundo actual es necesaria la conjunción de varios agentes, siendo difícil diferenciar claramente el grado de aportación de cada agente en la creación de valor. Por tanto el propósito de la empresa no debe ser ganar más dinero, cuanto más mejor, sino el de crear el mayor valor para la empresa en un entorno interdependiente, y dejar a la distribución que se ocupe de ella misma.

<sup>2</sup> “Dialogue: Toward Superior Stakeholder Theory”; *Business Ethics Quarterly*, (1 April) 2008. Existe una versión en español de este artículo en la Revista *Aurkilan*, nº1 (2009), de la que está tomada la traducción de la cita.

Dada la importancia que se ha dado en este análisis a los Valores como mecanismos que deben asegurar la compatibilidad entre la Misión y Visión de la empresa y sus medidas de RSE y Buen Gobierno, cabe hacerse una reflexión final: ¿son los Valores unos mecanismos fáciles de utilizar por los gestores de las empresas?

Es aquí donde la dificultad se muestra más firmemente. No es nada fácil. No solo se deben formular los Valores, sino que deben estar interiorizados por los empleados y directivos, para que tengan lugar los efectos deseados sobre los comportamientos de la empresa. Por poner un ejemplo, es muy corriente que en los Valores que las grandes empresas publican en sus páginas web, se encuentre el valor de "Integridad". Las definiciones que dan las distintas empresas pueden ser muy parecidas, pero si se pregunta a sus empleados, probablemente al recitar los valores corporativos o no se acuerden de él, o si se acuerdan y se les pregunta cuál es su significado, es probable que den una definición muy abstracta e imprecisa que les venga a la mente, pero alejada de su realidad cotidiana.

Si definimos Integridad como actuar en coherencia con lo que se piensa (se cree), o por lo menos con lo que se dice explícitamente e implícitamente en las comunicaciones comerciales o en los contratos laborales o mercantiles, se puede afirmar que la integridad –base de la confianza– es el valor fundamental, junto con el valor de la transparencia (que está muy relacionado), para hacer compatible la Misión y Visión con la RSE y Buen Gobierno, si bien siendo necesario que esté interiorizado en la cultura de la empresa y no solo formulado en las comunicaciones corporativas.

En definitiva, es en la ejecución de una Misión que busca alcanzar una Visión –en las que ambas tienen en cuenta en su formulación la limitación de recursos naturales y las externalidades sociales y medioambientales de la empresa–, y en cuyo desarrollo se van escogiendo opciones mediante la aplicación de unos Valores que incluyan a los grupos de interés legítimos, a la vez que se racionalizan las medidas adoptadas buscando la coherencia con unos Valores en los que se diferencie de alguna manera la Integridad, es entonces cuando se puede decir que se logra que la Misión y Visión son compatibles con la RSE y el Buen Gobierno. ¿Es difícil? Sí.

# José Miguel Rodríguez

Profesor Titular de Economía Financiera y Contabilidad  
Universidad de Valladolid

## **¿Cómo formulamos la misión y visión de la empresa para que sea compatible con la RSE y el buen gobierno?**

Cuando nos preguntamos acerca de la misión de una empresa, vienen a la memoria los tres problemas económicos fundamentales e interrelacionados que ha de afrontar toda sociedad e, incluso, hasta un enjambre de abejas, según aseguraba el difunto Paul A. Samuelson en uno de los primeros capítulos de su *Curso de Economía Moderna*. En concreto, qué y cuánto producir, cómo producir y para quién producir. No en balde, especificar la misión de una organización es algo similar. Equivale a señalar su propósito o razón de ser, lo que pretende hacer, así como su articulación institucional y sus relaciones o compromisos con el entorno, hasta desembocar finalmente en la enumeración de las diversas partes o actores sociales de algún modo destinatarios de sus actividades. A continuación, la visión habrá de perfilar el devenir futuro de esa misión, para orientar el rumbo a largo plazo y guiar la transformación de la organización.

### *Determinante fundamental: un modelo de empresa adecuado*

A la vista de ese contenido de la misión y visión, su enlace con la responsabilidad social y buen gobierno empresarial hace necesario descender a la raíz de la cuestión, para llamar la atención sobre el elemento básico subyacente y determinante de la relación: el modelo de empresa que decida adoptarse. Dicho modelo influye en el qué, el cómo y el para quién antes mencionados. En último término, condiciona el sentido y la senda de desarrollo de la responsabilidad social de la firma y su buen gobierno corporativo.

Es verdad que, en la práctica, no falta quien prescinda de plantear así el asunto. O al menos no lo hace de forma explícita. Tal vez por ello la responsabilidad

social de las organizaciones sigue siendo hoy un concepto nómada, maleable e impreciso, susceptible de diversas interpretaciones y capaz de plasmarse en muy diferentes enfoques de actuación. No obstante, parece razonable pensar que, en realidad, esa heterogeneidad e incluso ambigüedad descansa sobre unas u otras creencias acerca de lo qué es una empresa, a quién ha de servir y cuál es el alcance del compromiso con su entorno. En consecuencia, aunque sea implícitamente, por detrás de una cierta manera de entender la responsabilidad social de la firma existe un determinado modelo de empresa.

Entonces, la primera pregunta relevante es qué modelo de firma puede conducir a un enfoque de responsabilidad social empresarial de verdad integral e intrínseca, coherente en la mayor medida posible con el conjunto del marco socioeconómico correspondiente. Simplificando un poco, es sabido que cabe hablar de un modelo de empresa financiero o accionario y otro modelo calificable como pluralista, comunitario o *stakeholder*.

El primer modelo conduce a un enfoque muy conocido, no menos debatido y sin duda limitado en cuanto a la responsabilidad social de las firmas: ésta se reduce a incrementar sus beneficios, dentro del respeto a las reglas de juego, es decir, en el marco de una competencia libre y abierta, sin engaño ni fraude, tal como dijo Milton Friedman hace ya muchos años. Se da por cierto un mundo de informaciones completas, competencia perfecta y efectos externos—“externalidades”—prácticamente irrelevantes, de modo que el óptimo privado coincide con el óptimo social. Por tanto, dado ese contexto, la mejor contribución empresarial al bienestar colectivo consiste simple y directamente en lograr la mayor generación posible de valor económico para sus propietarios legales. Una variante viene representada por la versión matizada, enriquecida o “ilustrada” (*enlightened*) de tal modelo financiero. Aquí el término “ilustrado” se corresponde bien con *éclairé*, es decir, sólo aporta el sentido de esclarecido/aclarado, sin implicar transformaciones profundas en cuanto a la idea de creación de valor para los accionistas. Éstos conservan su primacía y tienen en sus manos el completo control del gobierno corporativo y la orientación última de los negocios. Eso sí, dicho modelo ilustrado tiene en cuenta la necesidad práctica de satisfacer en una medida “razonable” las demandas de las otras partes interesadas, pero considerándolas en cuanto restricciones sobre esa referencia principal. Y mantiene el consiguiente diálogo con los diversos partícipes, el cual en teoría podría ser muy amplio pero de hecho no suele serlo tanto. Como consecuencia, conduce a un utilitarismo estratégico, donde la responsabilidad social constituye realmente un medio o instrumento para mejorar la competitividad y sigue tomando como guía la mayor creación de valor eco-



nómico para los accionistas, si bien “a largo plazo”. Todo esto hace temer que una responsabilidad social así entendida sea “selectiva”: es decir, puede que no atienda las demandas de los otros partícipes si entran en conflicto con los intereses fundamentales de los accionistas. La posibilidad de contradicciones e incoherencias es fácil de vislumbrar. Por eso, dicha variante poco se diferencia en la práctica del modelo accionarial puro.<sup>1</sup>

¿Cabe, pues, dar un paso más allá de esta responsabilidad estratégico-instrumental que se acaba de explicar y que parece estar muy en boga? La respuesta es positiva, siempre que se asuma plenamente en la misión y visión el otro modelo de empresa—la orientación *stakeholder*—, para que sirva de base a una perspectiva integral de la responsabilidad social de la firma y su buen gobierno.

*Un modelo de empresa stakeholder con todas sus consecuencias: gobierno corporativo ampliado y creación de riqueza neta total para el conjunto de las partes interesadas*

Es verdad que el citado enfoque estratégico-instrumental aporta un avance sobre el mero altruismo clásico, con su simple acción social y “filantropía de talonario”. Además, en la práctica se esfuerza por lograr en mayor medida que las leyes realmente se cumplan y que los principios básicos de la ética de los negocios se apliquen. O que haya un compromiso mínimo efectivo en favor de los derechos humanos, la sostenibilidad medioambiental, el desarrollo social de la comunidad, etc. Ahora bien, en sí mismo no implica la adopción con todas sus consecuencias del segundo modelo de empresa antes citado—el denominado *stakeholder*—, por más que aluda repetidamente a algún tipo de diálogo con las diversas partes interesadas o presente triples cuentas de resultados (económicos, sociales y medioambientales). Dado el mundo realmente existente, con informaciones incompletas, competencia imperfecta y efectos externos relevantes, la mayor creación de valor para los accionistas no necesariamente conduce al bienestar del conjunto de la sociedad. De ahí la necesidad de un enfoque más amplio del problema.

En el modelo *stakeholder*, la firma se entiende como una organización que, mediante la producción de bienes y servicios, intenta satisfacer las necesida-

<sup>1</sup> Véase al respecto Rodríguez Fernández, J.M. (2007): “Responsabilidad social corporativa y análisis económico: práctica frente a teoría”, *Ekonomiaz*, núm. 65, pp. 12-49. Disponible en la dirección electrónica [http://www1.euskadi.net/ekonomiaz/taula1\\_c.apl?IDPUBL=60](http://www1.euskadi.net/ekonomiaz/taula1_c.apl?IDPUBL=60). A similar conclusión llega el jurista A. Keay cuando analiza el art. 172, párrafos 1 y 2, de la Ley de Sociedades de 8 de noviembre de 2006 en el Reino Unido, donde se recoge expresamente como objetivo corporativo el valor accionarial ilustrado (Keay, A. (2007): “Tackling the issue of the corporate objective: an analysis of the United Kingdom’s ‘enlightened shareholder value approach’”, *Sidney Law Review*, vol. 29, pp. 577-612).

des de los diferentes grupos de interés que la integran y de los cuales depende para su supervivencia. Cada partícipe tendrá su propio objetivo personal, pero sólo lo alcanzará mediante su compromiso con la acción colectiva realizada a través de la empresa. En tales condiciones, se considera que el objetivo general de esta última estriba en promover la creación y el crecimiento en el tiempo de la riqueza neta total para el conjunto de las partes interesadas, incluyendo el cómputo de los efectos externos positivos y negativos. Es decir, generar rentas y cuasi-rentas económicas para los diversos *stakeholders*, desde una visión multidimensional y teniendo en cuenta precios y costes de oportunidad.<sup>2</sup> De ahí que se intente facilitar algunas vías para la intervención real y efectiva de—al menos—los principales partícipes en la dirección y gestión de la firma, a la vez que han de equilibrarse todos los intereses involucrados en ella—como en una coalición—, aun admitiendo que a veces pueden ser contrapuestos.<sup>3</sup>

A partir de aquí, se puede establecer un esquema lógico que arranca de este modelo de empresa *stakeholder* y termina con una doble respuesta social de la organización: de una parte, la articulación institucional de un gobierno corporativo ampliado o “global”, donde de alguna manera tengan voz también los principales *stakeholders* no accionariales; y, por otro lado, los correlativos resultados para los diversos *stakeholders* o partes interesadas, en el sentido de la creación de riqueza neta total antes mencionada.

De paso, con esta integración de la responsabilidad social de la firma dentro del marco general del modelo empresarial *stakeholder* se soslayan las duras críticas formuladas en ocasiones a tal responsabilidad, debido a su imprecisión y a su aceptación del debate en realidad dentro de los términos convencionales de Milton Friedman antes señalados. De hecho, Freeman y otros (2010, p. 263) han propuesto reemplazar la denominación “responsabilidad social corporativa” por “responsabilidad *stakeholder* de la compañía”, tras haber dedicado un capítulo de su reciente libro a repasar el heterogéneo y difuso contenido dado en la academia y en la práctica a la primera expresión. Consideran que así se comprendería mejor el verdadero propósito de dicha responsabilidad social corporativa.<sup>4</sup>

<sup>2</sup> Se da por supuesto que la firma también habrá de cumplir las leyes, atenerse a la ética de los negocios y de la competencia leal, respetar los derechos humanos, preocuparse por la sostenibilidad medioambiental, etc.

<sup>3</sup> Para justificar el modelo de empresa *stakeholder* puede recurrirse a argumentos éticos (*moral case*), o sociales (*social case*), en un sentido amplio, de modo que se incluyen también consideraciones que otros denominarían políticas o integradoras. Además, cabe presentar razones derivadas del análisis económico (*economic case*), desde luego diferentes a los motivos básicamente instrumentales relacionados con la búsqueda de rentabilidad para el accionista, por lo general recogidos bajo el rútol de *business case*. Véase Rodríguez Fernández, J.M. (2008): “Modelo *stakeholder* y responsabilidad social: un gobierno corporativo global”, *M@n@gement*, vol. 11, pp. 81-111. Disponible en la dirección electrónica <http://www.management-aims.com/PapersMgmt/112Rodriguez.pdf>.

<sup>4</sup> Freeman, R.E.; Harrison, J.S.; Wicks, A.C.; Parmar, B.L. y Colle, S. de (2010): *Stakeholder theory: the state of the art*, Cambridge University Press, Cambridge.

Por mi parte, he venido sosteniendo el mismo planteamiento.<sup>5</sup> Sin embargo, siempre me ha parecido que no es necesario llegar a esa sustitución de denominaciones. Basta entender que una intrínseca responsabilidad social empresarial requiere estar asentada sobre un previo modelo pluralista o *stakeholder* de empresa y ser desarrollada en la misión y visión corporativa de una manera coherente, completa e integral. Por tanto, que responda a una orientación avanzada, caracterizada por tres elementos: a) la participación efectiva en las decisiones, que requiere formas concretas de diálogo comprometido e intervención real en la dirección y gestión, al menos para los principales grupos de interés y dentro de los varios “contratos de gobierno ampliado” posibles; b) la legitimidad en las actuaciones, que exige tomar como guía u objetivo general la creación de riqueza neta total desde una perspectiva multidimensional, satisfaciendo equilibrada y armónicamente los intereses de los diversos partícipes y evitando la posibilidad de que algunos de éstos expropien rentas o cuasi-rentas económicas a otros—esto sería una transferencia de riqueza, pero no una verdadera creación de la misma—; y c) los nuevos deberes de los administradores y directivos, quienes han de tener unos sistemas de incentivos congruentes con esta misión/visión de la empresa y de su objetivo general, a la vez que deben actuar con honradez, diligencia y transparencia en sus relaciones con los *stakeholders*, para salvaguardar los intereses a largo plazo de todos ellos y la supervivencia de la firma.

Todo esto representa un desafío, con el deseo de alcanzar una misión y visión que de verdad nos permita hablar de una empresa ciudadana y unos ciudadanos en la empresa.

---

<sup>5</sup> Véanse los trabajos ya mencionados de Rodríguez Fernández (2007, 2008).



# R

**Reseñas**





*Recensión de:*

**Joan Fontrodona**

*Director del Departamento de Etica Empresarial, IESE Business School*

JORDI CANALS,

Pearson Educación, Madrid, 2008.

### **En busca del equilibrio. Consejos de administración y alta dirección en el gobierno de la empresa**

El último cambio de siglo estuvo marcado por la crisis de la entonces llamada “nueva economía”, tras disfrutar de una fulgurante y efímera moda en la que parecía que quien no tuviese una “punto com” estaba obsoleto y condenado al ostracismo económico y social. Esta muerte súbita de un modelo económico de enriquecimiento rápido y descontrolado llevó también a diversas situaciones críticas para empresas que habían entrado en estas dinámicas y a las compañías auditoras que, supuestamente, habían dado fe de una conducta empresarial que al cabo resultó descabellada y en algunos casos delictiva.

En este contexto se puso de moda hablar de la responsabilidad social de las empresas. Este término –rescatado de propuestas que se habían hecho en los sesenta y los setenta– fue visto por muchos como el elemento que se necesitaba para dar estabilidad y visión de largo plazo a la actividad empresarial y económica. No había empresa que se preciase que no hablase de responsabilidad social, publicase un informe específico del tema además de su informe financiero, y esponsorizase o participase en jornadas y conferencias sobre estas cuestiones. Como un aspecto concreto de esta responsabilidad social, se empezó hablar de la crisis de gobierno corporativo en que habían incurrido algunas grandes corporaciones y a la necesidad de revisar y profundizar en los códigos de gobierno corporativo, lo cual –como casi siempre– acabó traducándose en una mayor regulación, en muchos casos, desproporcionada, as-

fixiante e ineficaz. Nos prometimos todos que habíamos aprendido la lección de estas situaciones de crisis y que, con la ayuda de estas nuevas lentes, no volveríamos a tropezar en el camino.

Pero han pasado apenas siete u ocho años y hemos generado una crisis peor y de mayor envergadura que aquella con la que inauguramos todo un milenio. La cuestión ahora es que, además, no podemos acudir a la responsabilidad social y al gobierno corporativo como excusa para nuestras malas prácticas.

En el fondo, lo que ha ocurrido en estos años entre crisis es que no nos hemos tomado en serio qué significa realmente para una empresa ser socialmente responsable y ser adecuadamente gobernada. Hemos reducido la responsabilidad social y el gobierno corporativo a una serie de herramientas y técnicas, pero sin cambiar el esquema mental con el que reflexionamos sobre cuál es el papel de la empresa en la sociedad y, por tanto, sobre cómo debe ser gobernada para cumplir de forma eficaz y responsable ese fin. Los hemos utilizado como unos parches que han funcionado menos de una década, pero los problemas seguían estando allí y han vuelto a aparecer de forma más dramática si cabe.

En este contexto, "En busca del equilibrio" nos ofrece una reflexión profunda y serena sobre el gobierno corporativo de las empresas y nos convoca a afrontar en toda su profundidad qué significa gobernar una empresa, más allá de las cuestiones técnicas y de comentarios de tertulia radiofónica en las que hemos gastado las energías durante estos años.

Para este ejercicio, el autor del libro, Jordi Canals, goza de una privilegiada posición que le permite aunar la profundidad conceptual con la experiencia práctica, las ideas para ayudarnos a entender lo que sucede y las propuestas concretas para proponer líneas de actuación y de avance. Desde su posición como Director General de una de las escuelas líderes en la formación de directivos tiene un contacto directo con quienes tienen responsabilidades de gobierno, lo cual redundará, sin duda, en un texto con un sentido práctico y realista. Además su participación en algunas comisiones y entidades que han debatido sobre el gobierno corporativo, le aporta una visión general y un conocimiento de primera mano del tema del que se ocupa.



El autor nos adelanta en la introducción del libro las cinco tesis sobre las que pretende elaborar su discurso:

1. Una visión integradora del gobierno corporativo debe ir más allá de la regulación. Los mecanismos externos de control son necesarios, pero en ningún caso suficientes para asegurar la mejora del gobierno corporativo. También son insuficientes, dentro de su utilidad, las prácticas voluntarias de buen gobierno y su libre adopción por parte de las empresas. Jordi Canals se decanta por dar una mayor importancia al diseño, estructura y funcionamiento de los órganos de gobierno, a saber, el consejo de administración y el comité de dirección, así como a la necesidad de una reflexión previa sobre la misión y el papel de las empresas en la sociedad que ayude a entender bien cuál es la función que se espera que ejerzan estos órganos de gobierno.
2. La mejora del funcionamiento de los órganos de gobierno pasa por la creación de una dinámica de trabajo y el desarrollo de unas funciones que se apoyan en la colegialidad y la unidad de esos órganos para proyectar la actividad de la empresa hacia el largo plazo.
3. Una adecuada estructura, composición y funcionamiento del consejo de administración es imprescindible. Pero también lo es contar con un equipo de alta dirección con unas capacidades y cualidades que le permitan asumir sus responsabilidades específicas.
4. Las empresas deben transformarse en instituciones de referencia en la sociedad. Su finalidad diferencial es económica, pero su misión en la sociedad no se agota en lo económico: están llamadas a ocuparse de la formación y desarrollo de profesionales, a potenciar la innovación en su procesos y productos, y a afrontar y colaborar en la resolución de retos de importancia social decisiva.
5. El desarrollo de la empresa como institución tiene también unas implicaciones en términos de liderazgo que el consejo de administración y el comité de dirección deben desarrollar.

En definitiva, lo que nos propone Jordi Canals es que para entender bien qué significa el gobierno de una empresa, primero tenemos que plantearnos cuál es el papel y la misión de la empresa en la sociedad. Una vez aclarado este punto –desentrañando toda la complejidad que implica, frente a visiones más o menos simplificadas y reduccionistas– podremos analizar cuáles son las capacidades, cualidades de liderazgo, actitudes y funciones que se espera que cumplan quienes forman parte de los órganos de gobierno de una empresa, a saber, el consejo de administración y el equipo directivo. Después podremos

dedicarnos a discutir otras cuestiones más o menos importantes, como el grado de regulación o la voluntariedad de tales o cuáles prácticas, la composición del consejo y el carácter dominical o independiente de los consejeros, la conveniencia de que el presidente del consejo tenga o no funciones ejecutivas y tantas otras disquisiciones. Pero si no tenemos primero un esquema mental claro de qué es una empresa y cómo debe ser gobernada, todo lo demás serán medidas coyunturales para salir del paso, pero sin cambiar nada.

El libro se estructura en diez capítulos, que se agrupan en cuatro partes. La primera parte, tras un capítulo introductorio, para presentar el concepto de "gobierno corporativo" y contextualizarlo en los retos actuales de las empresas, se dedica a responder a esa gran pregunta de fondo: cuál es la misión y cuáles son los fines de la empresa y, en consecuencia, cuáles son sus responsabilidades. Frente al paradigma dominante de la hipótesis de la maximización de beneficios, Jordi Canals propone entender una empresa como "un grupo de personas que, trabajando conjuntamente, pretenden ofrecer productos y servicios útiles para los clientes, crear en este proceso valor económico, promover la dignidad y la mejora de las personas que en ella trabajan, y respetar las leyes y el entorno en el que las empresas operan".

La segunda parte se centra en el gobierno de la empresa, entendido como la capacidad de integrar todas las dimensiones y aspectos relevantes para la dirección de la empresa. Se hace un repaso de las características esenciales de los diversos modelos de gobierno corporativo que se han propuesto.

La tercera parte entra de lleno en el gobierno corporativo, para analizar el funcionamiento, las tareas y responsabilidades de los dos órganos principales del gobierno de la empresa: el consejo de administración y el comité de dirección. En opinión de Jordi Canals estos son los dos pulmones que deben permitir respirar a la empresa. Desde una perspectiva más global, una empresa debe asumir su papel de institución social, con una reputación más allá de la eficiencia económica y, en consecuencia, quienes tengan responsabilidad de gobernarla deberán tener las cualidades y valores de liderazgo acordes con su relevancia social. En la cuarta y última parte se esboza una agenda para la mejora del gobierno de la empresa.

El equilibrio al que se refiere el título del libro tiene un doble significado. El primero es directamente aludido en el subtítulo del libro. La empresa cuenta con dos órganos de gobierno, el consejo de administración y el equipo de dirección. En la medida en que se consiga un equilibrio y una complementariedad

entre las funciones y responsabilidades de cada uno de ellos, se mejorará en el gobierno de la empresa. Como ya se ha dicho reiteradamente, el autor no se conforma con referirse a cuestiones legales o técnicas, sino que entra en un debate de mayor calado, a saber, sobre las competencias, habilidades y cualidades de los miembros de estos dos órganos de gobierno, su visión a largo plazo de la empresa, su capacidad de colaboración y de liderazgo.

El segundo significado del equilibrio reside en este cambio de esquema mental que está en el transfondo de la reflexión que plantea el libro. Si se entiende que la razón de ser de una empresa es la maximización del beneficio, la tarea de quien tiene responsabilidad de gobernarla no deja de ser, teóricamente hablando, bastante sencilla, aunque sea bastante utópica en términos prácticos. Si se trata de maximizar, basta con aplicar un logaritmo determinado, y en ese caso la tarea de gobierno puede ser sustituida por una máquina. Pero si, como la misma práctica nos indica, no es cierto que la dirección de una empresa se guíe por el criterio de maximización, el gobierno deja de ser un algoritmo de decisión para pasar a ser más bien un arte, donde hay que combinar aspectos diversos, criterios la mayoría de las veces opuestos o, al menos, no siempre alineados, puntos de vista y conocimientos necesariamente parciales que hay que sintetizar y contextualizar. Esa labor de gobierno exige un necesario equilibrio, que es siempre circunstancial y cambiante y, al mismo tiempo, basado en valores y principios que, cuanto más estables y duraderos sean, más servirán de apoyo para la decisión.

Por una feliz coincidencia "En busca del equilibrio" se ha publicado durante las celebraciones de los cincuenta años de existencia de IESE Business School, la escuela de dirección de la que el autor es Director General. Desde sus inicios el IESE ha fundamentado su labor en la formación de ejecutivos en una concepción de la profesión directiva que acentúa un enfoque de dirección general, centrado en el desarrollo de las personas, con un afán de servicio y de contribución al bien común de la sociedad. "En busca del equilibrio" enlaza con toda una línea de pensamiento que ha elaborado propuestas, necesariamente diversas, sobre estas premisas básicas. Antonio Valero, primer director general del IESE, hablaba de "política de empresa" y del "hombre de vértice". Juan Antonio Pérez-López, que también fue director general, elaboró una "teoría de la acción directiva" y se refería a la "dimensión de liderazgo" más allá de la pura eficiencia económica. Jordi Canals nos habla del "gobierno de la empresa" y de las cualidades y responsabilidades del "primer ejecutivo". Cambian las formas de decir y de argumentar, cambian los estilos y las propuestas, pero hay un transfondo que sigue siendo vivo y fecundo.

Se trata en definitiva de pensar "out of the box", de someter a crítica supuestos que otros aceptan gratuitamente. Se trata de no perder el contacto con los problemas reales a los que se enfrentan quienes tienen responsabilidades de gobierno en las empresas, para ayudarles en sus procesos de decisión, con realismo y sentido común; pero, al mismo tiempo, para provocarles y exigirles, porque tienen entre manos una tarea complicada y, sin duda, de una gran relevancia social. Se trata, en fin, de no olvidar que, si hablamos de "gobierno" de las empresas, es porque lo más importante son las personas que trabajan en ellas. Las cosas se gestionan; las personas se gobiernan. Y un buen gobierno requiere necesariamente de mucha prudencia, de un profundo sentido de responsabilidad, de mirar más allá del propio interés y de mucho equilibrio, no para mantenerse en el poder, sino para usarlo en servicio de los demás.

*Recensión de:*

## **Gregorio Izquierdo Llanes**

*Profesor de Economía Aplicada de la UNED*

## **María Luisa Recio Rapún**

*Profesora de Economía Aplicada de la URJC*

BLAS CALZADA,

Instituto de Estudios Económicos, Madrid, 2006.

### **El buen gobierno en España: un análisis crítico**

En España uno de los campos de estudio más fértiles en los últimos años ha sido el del gobierno corporativo. En esta línea una de las voces más autorizadas por su dilatada experiencia y elevadas responsabilidades –fue presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores–, es la de Blas Calzada, autor junto con su hijo Juan Pablo de una muy interesante y exhaustiva monografía, titulada *“El buen gobierno en España: un análisis crítico”*, editada dentro de la prestigiosa colección Estudios del Instituto de Estudios Económicos. El título de partida no es causal, ya que los autores se centran en la determinación y valoración de cómo los sistemas de gestión y control de las sociedades funcionan, o no, correctamente en las circunstancias que deben actuar, esto es, si hay buen gobierno, siendo por tanto un enfoque más amplio y normativo, que el meramente descriptivo y positivo de lo que normalmente se denomina gobierno corporativo. Entendiendo además que esta realidad responde a la demanda de los mercados y de sus profesionales, que tienen una necesidad de conocer la calidad de la gobernanza de las empresas, y poder seguir la evolución de los indicadores que la caracterizan, muchos de los cuales acabaron estandarizándose en formas de códigos de recomendaciones, que en el fondo, no son sino instrumentos de análisis y guía de lo que deben hacer e informar públicamente las empresas.

En el libro se enfatiza el acierto de la Ley de Transparencia del año 2003 que recogía y hacía obligatorios en sus informes y reglamentos gran parte de las

recomendaciones del llamado "*Informe Aldama*". Desde ese momento, se convierte en preceptivo lo que hasta entonces era simplemente recomendaciones voluntarias, como había sucedido hasta entonces a raíz del desarrollo del llamado "*Código Olivencia*". Las sociedades cotizadas, y otras que no lo son, pero que emiten títulos de renta fija o renta variable, como las Cajas de Ahorros, deben informar públicamente a través de un cuestionario estandarizado de sus elementos importantes, hechos relevantes y organización de gobierno corporativo. La función de la CNMV es la vigilancia de la veracidad de esta información y de su adecuada difusión a los mercados y a la opinión pública.

Como novedad adicional, en el libro se aborda el análisis en detalle del último código unificado de buen gobierno de mayo de 2006, que es el actualmente vigente en España, del que se alaba su mejor orden y simplificación, pero del que se critica que no tenga en cuenta las disposiciones legales para incluir en ellas recomendaciones, y al que se califica que sea demasiado largo, enrevesado y confuso. Una de las cuestiones más controvertidas a futuro es la de la retribución de los directivos. En este sentido, hay una propuesta de actualización del Código Unificado de Buen Gobierno de diciembre de 2009 que trata de dar respuesta a la recomendación de la Comisión Europea de abril de 2009 en materia de retribución de administradores de sociedades cotizadas, pero muchas de cuyas consideraciones ya se anticipaban en el libro.

El buen gobierno ha de entenderse como el sistema de regulaciones y prácticas razonables que se adoptan desde las empresas, con la finalidad tanto de crear valor a sus accionistas como de respetar los intereses de aquellos con los que se relacionan, siendo su principal característica la de la transparencia acerca de sus estados financieros, operaciones corrientes y proceso interno de gerencia y control. En este contexto, es donde se reivindica la necesidad de que las empresas dispongan de consejeros capaces e independientes que aprueben la estrategia de la empresa y sus negocios fundamentales, y de órganos independientes que vigilen la integridad y la eficiencia de la gerencia y que sean capaces de reemplazarla cuando sea preciso.

Los autores se mojan y toman criterio en los puntos más fundamentales. Así, dicen de los consejeros independientes, que no solo no deben tener lazos ni intereses que puedan interferir en su juicio sobre la gestión de la compañía, sino que además su permanencia en el consejo no debe ser muy larga de manera consecuente con la definición de independencia. Estos consejeros independientes y externos deben estar siempre presentes en cantidad suficiente para ser mayoría amplia en el consejo, especialmente cuando el *free-float* de las

sociedades sea amplio, mientras que los consejeros dominicales deben estar siempre en relación a participaciones significativas. De igual modo, señalan que un consejo en su conjunto debe tener suficiente conocimiento a través de sus miembros sobre contabilidad y finanzas, cómo se realizan los negocios, gestión de empresas, reacción ante las crisis, conocimiento del sector, mercados internacionales, qué significa el liderazgo en los negocios y visión estratégica.

Uno de los conflictos más tradicionales que se dan en las empresas es el de la separación entre propiedad y control, conocido hoy como el problema de la agencia, que tienen como principales referencias a los profesores Fama y Jensen. Este problema surge ante la posibilidad de comportamientos oportunistas y/o erróneos por parte del equipo directivo. La solución está por lo tanto en el diseño y funcionamiento de las instituciones que se dedican a su vigilancia y control de la gerencia, figura que en España desarrollan los llamados Consejos de Administración. Pero no son únicos, también está la figura de las Juntas Generales, las cuales deben funcionar de tal forma que se permita a los accionistas minoritarios manifestar su disconformidad con la gestión empresarial, y estar, en su caso, debidamente representados de forma directa o indirecta en el Consejo.

En todo caso, no debemos perder la referencia de que los Consejos no deben ser el único instrumento de control, ni pueden sustituir al papel disciplinante de los mercados. Esto es, si la dirección de una empresa no maximiza su valor frente al que pudiera obtener un tercero, se ve expuesta a que este la adquiera, produciéndose entonces un relevo de dicha dirección. Esta posibilidad debe de estar y ser obligatoria en los casos de toma de control de una sociedad, en lo que se llama la legislación de OPAs, cuya justificación reside precisamente en que todos los accionistas tengan la posibilidad de participar de las plusvalías potenciales o futuras del cambio de gestión. Desgraciadamente, nuestro país no ha sido ejemplar en este aspecto, y han abundado los casos en que un minoritario mayoritario o en concierto con otros, ha tomado el control de una sociedad, sin dejar la posibilidad al resto de participar de los beneficios de esta circunstancia. Esto es lo que justifica el que en algunas sociedades se establezcan limitaciones estatutarias al derecho a voto por cantidad, por el que cualquiera que sea la cantidad de acciones que posea un solo tenedor, sus derechos de voto se limitan a un porcentaje.

A modo de cierre, recordar y coincidir con la reivindicación de los autores de que la difusión del gobierno corporativo, y en su caso de los aciertos del buen gobierno que pueden tener las empresas, puede ser uno de los sistemas que

pueden mejorar la opinión pública acerca de la justificación, función y naturaleza de la propia empresa. Por ello, no es de extrañar que en el libro se presente un interesante y amplio anexo de técnicas para evaluar riesgos corporativos y cubrirlos cuando ello sea posible, lo cual se justifica en la medida de su obligatoriedad práctica para asegurar un buen Gobierno. Es verdad que estas técnicas son matemáticas y estadísticas, lo que da una mayor objetividad y rigor a sus datos y estimaciones, los cuales deben permitir trabajar a los modelos, como parte crítica y recurrente de la gestión del buen gobierno. Y es que la creación de valor a corto plazo debe tener la restricción del correcto desempeño de la empresa a medio y largo plazo, ya que sino se pueden establecer asimetrías entre los distintos agentes, directivos y accionistas. En conclusión, los temas de gobierno de empresa están siempre de candente actualidad, y para abordar de una forma fundada estas cuestiones es cuando de verdad se valora contribuciones tan importantes como las de Blas Calzada.





# **Normas de Publicación**





# Normas de Publicación

## Procedimiento de publicación de trabajos

El Consejo de Redacción/Científico decide la admisión de originales recibidos por la Revista, en cuyo caso estos serán enviados a dos evaluadores anónimos de reconocida solvencia científica en el campo de estudio sobre el que versen los originales. Con los informes de los evaluadores el Consejo de Redacción decide finalmente aceptar o no el trabajo para su publicación en la Revista de Responsabilidad Social de la Empresa.

## Normas para la presentación de originales

1. Los trabajos para su publicación deben enviarse electrónicamente en formato Microsoft Word, en Times New Roman, a 12 puntos, a la siguiente dirección de correo electrónico: [revistarse@fundacionluisvives.org](mailto:revistarse@fundacionluisvives.org).
2. Dado que el proceso de evaluación es ciego, los autores deberán enviar **dos versiones**. Una de ellas **incluyendo el nombre, afiliación, dirección postal, teléfono, número de fax e e-mail y un breve curriculum vitae, y otra sin datos identificativos. Asimismo, se aportará un resumen, en español e inglés, de 150 palabras aproximadamente, así como al menos un código JEL y un máximo de cinco palabras clave.**
3. La Revista acusará recibo de los originales y el Consejo Editorial resolverá a la vista de los informes de los evaluadores. Las pruebas serán remitidas a los autores antes de su publicación.
4. Los artículos enviados a la Revista deberán ser inéditos y no estar sometidos a procesos de aceptación o publicación en otro medio.

5. La **extensión del texto** no deberá superar las 30 páginas (aproximadamente 300 palabras por página), mecanografiadas a doble espacio, incluyendo gráficos, tablas, notas y bibliografía.
6. Las **distintas secciones** han de numerarse de forma correlativa siguiendo la numeración arábica (incluyendo, en su caso, como 1 la sección de introducción), y la rúbrica correspondiente se consignará en letras mayúsculas. Consecutivamente, los apartados de cada sección se numerarán con dos dígitos (1.1., 1.2.,...) y tipo negrita, y tres dígitos (1.1.1., 1.1.2.,...) y tipo subrayado. Los cuadros, tablas y figuras, en su caso, se numerarán de forma consecutiva y siempre con números arábigos. Cada una dispondrá de título y fuente.
7. **Las notas** se numerarán correlativamente con números arábigos, a espacio sencillo, y serán ubicadas a pie de página, cuidando que se correspondan con un número volado indicado sobre el texto. Sólo incluirán la referencia bibliográfica concreta (por ejemplo, direcciones de Internet) o/y una brevísima anotación, nunca grandes textos. Si estos fueran necesarios, se llevarán al final del trabajo.
8. Todas las **tablas, cuadros, diagramas, gráficos y otras ilustraciones** irán numeradas correlativamente e incluidas en páginas separadas al final del artículo indicando el título y la fuente. Se indicará, en cada caso, el lugar aproximado en que deberán situarse dentro del texto.
9. En caso de entregar un texto destinado a las secciones de **“Notas y Colaboraciones”, “Casos”, “Buenas prácticas”, “Recensiones”, “Experiencias” y/o “Documentos”**; estos deberán tener un máximo de 10 páginas (4.000 palabras aproximadamente). En la sección de **documentos de interés** se especificarán en la cabecera del texto el autor, título del libro, editorial, lugar y fecha de publicación del documento. En el caso de las **recensiones de artículos**, se indicará el autor, título del artículo, nombre de la revista, número y año, y páginas. El reseñador podrá firmar la reseña al final del texto. En **notas y colaboraciones** aparecerá en la cabecera del texto el autor, cargo e institución o entidad a la que representa.
10. En el caso de resultar el **original aceptado** para su publicación, el autor o autores se comprometen a revisar las pruebas de imprenta pertinentes en un plazo máximo de cuatro días desde su recepción. Serán igualmente bien recibidas sugerencias de temas y otras colaboraciones para cualquiera de las secciones previstas en la revista.

11. Las **referencias bibliográficas** se incluirán en el texto indicando el nombre del autor, fecha de publicación, letra y página. La letra, a continuación del año, sólo se utilizará en caso de que se citen obras de un autor pertenecientes a un mismo año. Dichas letras deberán guardar el orden correlativo desde la más antigua a la más reciente obra publicada. Al final del trabajo se incluirá una sección de referencias bibliográficas que contendrá las obras citadas en el texto. Las referencias deben corresponderse con las recogidas en el texto, y deberán ser ordenadas alfabéticamente por el primer apellido de los autores y después por el año, siguiendo las siguientes pautas:

Apellido (en mayúsculas) y nombre (en minúsculas) del autor, año de publicación (entre paréntesis y distinguiendo a, b, c, etc. en caso de existir varias citas de un mismo año), título del libro (en cursiva) o título del artículo (entre comillas), nombre de la revista (en cursiva) y número, editorial (en libros), lugar de publicación y, finalmente, páginas (págs. xxx). En el caso de trabajos no publicados, se incluirá el enlace de Internet "http://" completo, y la fecha de acceso.

### **Normas para citar**

Las citas aparecerán en el texto según el formato "autor-fecha" (por ejemplo, Martínez, 2005) y, en su caso, página (Martínez, 2005: 26). Las referencias en el texto que incluyan más de dos autores usarán la fórmula et al (Martínez et al, 2005).



# Articles Publication Guidelines

## Corporate Social Responsibility Journal

All articles sent to the *Corporate Social Responsibility Journal* will have to be on any subject related with the CSR (management of organisation, areas of work, policies...). Our intention is to receive high quality articles from a wide variety of subjects or scientific specialities such as Law, Economy, Sociology, Management or Policy.

All articles should be unpublished and cannot be waiting to be published in another publication. The original copy of the article will have to be submitted to the evaluation of an independent expert who will not belong to the editorial team.

Three printed version of the articles will need to be sent by post to: *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa, Fundación Luis Vives, Plaza de Oriente 7, bajo izda., 28013 Madrid*. The electronic version can be sent by post together with the printed version or by e-mail to [revistarse@fundacionluisvives.org](mailto:revistarse@fundacionluisvives.org).

The article's format will have to comply with the following instructions:

1. On the front page, the author will have to include the name of author or authors together with a short *curriculum vitae*, with their postal and electronic address and telephone number.
2. The text will need to be typed with font "Times New Roman" size 12, double spacing (without spaces between paragraphs) and margins of 2,5cms on all sides.
3. The author will have to indicate what programme was used as word processor.

4. The extension (diagrams, index and images included) will not exceed 40 pages.
5. From the 3 printed copies, 2 will need to be anonymous but all need to have on a separate document a short summary of the article (no more than 120 words) in Spanish and English as well as a list of the key words, at least 2 but no more than 5 (in both languages) and, ideally, the references to the international scientific classification applicable to the subject of the article.
6. The title of the different sections will need to be in capital letters and numbered correlatively using the Arabic numbering (the introduction will count as "1"). The title of subsections will be in bold and numbered according to the section (1.1., 1.2., etc.). If there are any subsections within the subsection, these will be underlined and numbered according to the subsection (1.1.1., 1.1.2., etc.).
7. Diagrams, tables and images will need to be numbered consecutively with Arabic numbering and sent on a separate electronic document.
8. Footnotes will also need to be numbered consecutively with Arabic numbering and single space. They will be located at the bottom of each page taking care that the number corresponds to the one assigned on the text.
9. Quotes will be part of the text with the following format: "author+date" (i.e. Martínez, 2005) and, when applicable, its page (i.e. Martínez, 2005:26). Quotes that include more than 2 authors will use the following format "*et al*" (i.e. Martínez et al, 2005).
10. References to literature included in the text will need to be sent on a separate document under "Bibliographic References" by alphabetical order of authors using the following format:

Surname Name, (year of publication, indicating with a, b, c etc. in case there would different publications within the same year), *title of the book* or "*title of the article*", *name of the journal* and number, publishing house, city of publication and finally pages (págs xxx).  
i.e.: If the text of reference was not published, the author will have to include the internet link.



# Normes abrégées de publication

## **Revue de Responsabilité Sociale de l'entreprise**

Les articles envoyés à la *Revue de Responsabilité Sociale de l'entreprise* doivent être inédits et ne peuvent avoir été publiés ou être en attente de publication dans d'autres revues. Tous les articles originaux doivent être évalués experts externes anonymes et externe à la rédaction de la revue.

L'auteur doit envoyer trois copies imprimées de son article (dont deux doivent anonymes) par courrier postal à l'adresse suivante:

Revista de Responsabilidad Social de la Empresa  
Fundación Luis Vives  
Plaza de Oriente 7, bajo izqda.  
28013 MADRID - Espagne

La version électronique peut être envoyée à l'adresse [revistarse@fundacionluisvives.org](mailto:revistarse@fundacionluisvives.org).

Quand au format, l'article doit être présenté suivant les indications ci-dessous:

1. La police utilisée est Times New Roman, taille 12, double ligne, sans espaces entre les paragraphes. Le document doit comprendre des marges de 2,5cm de chaque côté.
2. La longueur de l'article ne peut pas dépasser les 40 pages (images incluses).
3. Les versions imprimées envoyées par courrier postal doivent être de bonne qualité.
4. La mise en page du texte doit être standard et dans un programme informatique communément employé.

5. La première page doit inclure le nom de l'auteur ou des auteurs ainsi qu'un court résumé de leur Curriculum Vitae suivi de leur adresse (postale et électronique) et téléphones respectifs.
6. Pour chaque article, l'auteur doit envoyer un résumé (de maximum 120 mots) en espagnol et en anglais ainsi qu'une liste de mots clefs (entre deux et cinq mots) et les références bibliographiques citées/utilisées suivant la bonne classification scientifique internationale correspondante.
7. Les différents chapitres doivent être numéroté en utilisant le numéro «1» pour l'introduction). Les titres doivent s'écrire en caractères majuscules. Les sous-titres doivent énumérés consécutivement en utilisant deux ou trois nombres simples (1.1., 1.2.; 1.1.1, 1.1.2., etc.). Les sous-titres de deux nombres doivent s'écrire en caractère gras et ceux de trois nombres doivent être soulignés (Ex : 1.1 Sous-titre ou 1.1.1 Sous-titre).
8. Toutes les images (tableaux, figures, etc.) utilisées pour illustrer l'article doivent être numéroté. Par voie électronique, ces images doivent être envoyées séparément.
9. Les notes de bas de page doivent aussi être numérotées, espacement simple, et placées au bas de la page.
10. Les citations doivent apparaître dans le texte suivant le format "auteur - date" (par exemple, "Martínez, 2005"). Si nécessaire, il est possible d'également inclure la page (Martínez, 2005 : 26). Les références à plus de deux auteurs doivent suivre la formule *et al* (Martínez *et al*, 2005).
11. Les références bibliographiques doivent s'inclure en fin d'article sous la rubrique « Références bibliographiques » (sans énumération) par ordre alphabétique des auteurs et en suivant le modèle suivant: Nom de famille (en majuscule) et prénom (en minuscule) de l'auteur, année de publication (entre parenthèse et en distinguant avec les lettres a, b, c, etc. si les références correspondent à des années différentes), titre du livre (en italique) ou de l'article (entre guillemets), nom de la revue (en italique) et maison d'édition, ville de publication et, finalement, les pages (pages xxx). Si la référence est électronique, il faut inclure l'adresse complète Internet "http://www." suivie de la date d'accès.

Les auteurs recevront cinq exemplaires du numéro de la revue où l'article sera publié.

# Revista Española del Tercer Sector

Toda la **información** para conocer en profundidad los **temas actuales** del **Tercer Sector**.

- Artículos y textos inéditos de investigadores y expertos del sector.
- Temas sociales con un enfoque multidisciplinar (económico, social, político, gestión...)
- Dirigida a profesionales, entidades sociales y empresas con interés en la inclusión social, la igualdad, la economía social...
- Una visión internacional, un panorama hispanoamericano y europeo.
- Una publicación con periodicidad cuatrimestral

Suscripción online: **gratuita**  
Inscripción impresa: **25€ (3 números)**  
Más información en: **[fundacionluisvives.org/rets](http://fundacionluisvives.org/rets)**  
**tlf.: 91 540 08 78**



**Fundación Luis Vives**

**50%**  
de **descuento** en la  
suscripción de **2010** si  
llamas al teléfono  
**91 540 08 78**

# Próximos números

## **Número monográfico sobre medio ambiente y cambio climático**

La Revista de Responsabilidad Social de la Empresa tiene previsto publicar en el año 2011 un **número monográfico sobre medio ambiente y cambio climático**. Se invita a investigadores y expertos que deseen presentar artículos académicos o realizar otras aportaciones en las distintas secciones de la revista, a que lo hagan **antes del 30 de enero de 2011** a la secretaría técnica de la revista a través del correo [revistarse@fundacionluisvives.org](mailto:revistarse@fundacionluisvives.org).

Los artículos que se presenten deberán **seguir las normas de publicación**.

Si está interesado en suscribirse a la versión impresa de la *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, por favor complete e imprima la siguiente tarjeta, entregando la parte inferior a su oficina bancaria y haciéndonos llegar la parte superior a la Fundación Luis Vives por fax (91 541 90 52), email (publicaciones@fundacionluisvives.org) o correo postal (Plaza de Oriente 7, Bajo izquierda, 28013 de Madrid).

Deseo suscribirme por un coste anual de 30 € para el año 2009 (IVA y costes de envío incluidos) a la Revista de Responsabilidad Social de la Empresa, y les ruego me hagan llegar los ejemplares correspondientes al año: \_\_\_\_\_ 2009 (números 1, 2 y 3) y/o 2010 \_\_\_\_\_ (volumen 2 números 1, 2 y 3).

Deseo recibir los siguientes números sueltos de la Revista de Responsabilidad Social de la Empresa por un coste unitario de 12 € + costes de envío (IVA incluido): \_\_\_\_\_ (indique los números que le interesan).

#### Datos del suscriptor (envío)

Entidad

Nombre y Apellidos

NIF / CIF

Teléfono

Dirección

Email

CP

Localidad

Provincia

#### Datos de facturación (solo si son diferentes del suscriptor)

Nombre de la persona o entidad

NIF / CIF

Teléfono

Dirección

CP

Localidad

Provincia

#### FORMA DE PAGO

Transferencia bancaria (cuenta nº: 2038 2225 58 6000452379 de la Fundación Luis Vives)

IBAN: ES30 2038 2225 5860 0045 2379

Cheque / Efectivo

Domiciliación. Si elige esta opción, por favor rellene la tabla de Datos Bancarios.

#### Datos bancarios

Banco / Caja

Dirección Sucursal

Localidad

Titular de la c/c

Número de la c/c (20 dígitos)

En \_\_\_\_\_, a \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_.

Fdo: \_\_\_\_\_ envíos por email, firma digital.

#### IMPRESO PARA LA OFICINA BANCARIA (en caso de que la forma de pago elegida sea domiciliación bancaria)

Ruego carguen a mi cuenta abajo indicada los recibos que en adelante les remita la Fundación Luis Vives, en concepto de suscripción a la revista de Responsabilidad Social de la Empresa.

En \_\_\_\_\_, a \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_.

Fdo: \_\_\_\_\_ envíos por email, firma digital.

#### Datos bancarios

Banco / Caja

Dirección Sucursal

Localidad

Titular de la c/c

Número de la c/c (20 dígitos)



If you are interested in subscribing to the *Corporate Social Responsibility Journal*, please complete and print this form. Please send it to the Fundación Luis Vives by fax (+34 91 541 90 52), e-mail (revistarse@fundacionluisvives.org) or by post (Plaza de Oriente 7, Bajo Izquierda, 28013 Madrid, Spain).

I would like to subscribe to the Corporate Social Responsibility Journal 2009 issues which has an annual cost of 30€ (VAT and postage costs\* not included), and I would also like to receive the issues from the following years: \_\_\_\_\_ 2009 (issue 1, 2 and 3) and/or \_\_\_\_\_ 2010 (volume 2 issue 1, 2 and 3).

I would like to receive a specific issue of the Corporate Social Responsibility Journal which has a cost per issue of 12€ + postage costs\* (VAT included): \_\_\_\_\_ (please indicate the issues you would like to receive).

#### Contact details of subscriber

Name of organisation \_\_\_\_\_

Name and Surname \_\_\_\_\_

Tax Identity Number \_\_\_\_\_

Telephone \_\_\_\_\_

Address \_\_\_\_\_

E-mail \_\_\_\_\_

Postal Code \_\_\_\_\_

City \_\_\_\_\_

State / Region \_\_\_\_\_

Country \_\_\_\_\_

#### Invoice details (only if they are different from the subscriber)

Name of person or organisation \_\_\_\_\_

Tax Identity Number \_\_\_\_\_

Telephone \_\_\_\_\_

Address \_\_\_\_\_

Postal Code \_\_\_\_\_

City \_\_\_\_\_

State / Region \_\_\_\_\_

Country \_\_\_\_\_

#### TYPE OF PAYMENT

Bank account transfer

Caja Madrid

C/ Independencia, 2

28921, Alarcón, Madrid

IBAN: ES30 2038 2225 5860 0045 2379

Account number: 2038 2225 58 6000452379

Cheque

Cash

