

ANÁLISIS DE LA RELACIÓN ENTRE MECANISMOS DE CONTROL CORPORATIVO

Carlos Fernández Méndez
Universidad de Oviedo

RESUMEN:

Los estudios existentes en el área del gobierno corporativo reconocen la existencia de diversos mecanismos con potencial para controlar las actuaciones gerenciales o alinear los intereses de los directivos con los del resto de los accionistas. El análisis del efecto de los distintos mecanismos de control de las actuaciones gerenciales asume en multitud de casos la independencia entre estos mecanismos. En este trabajo se analiza la posible existencia de interdependencias entre mecanismos de control interno para una muestra de 130 empresas que cotizan en la Bolsa de Madrid en 1996. Los resultados obtenidos muestran la existencia de relaciones de sustitución entre el potencial supervisor del consejo de administración, el efecto alineamiento de intereses unido a la participación accionarial del equipo gestor y por último la capacidad de supervisión mutua entre los miembros del equipo gestor. Estos resultados indican una visión del sistema de control corporativo como un conglomerado de mecanismos en el que las deficiencias de un mecanismo pueden ser suplidas por el potencial supervisor de otros.

INTRODUCCIÓN

La empresa moderna se caracteriza por una separación entre los accionistas y los gestores. Esta separación unida, a una disparidad de intereses entre estos dos agentes supone la existencia de conflictos de agencia entre los directivos y los propietarios de la empresa. El término "gobierno corporativo" hace referencia al conglomerado de mecanismos que articulan la relación entre accionistas y directivos y que tratan de atenuar los conflictos de intereses entre los mismos buscando una gestión empresarial tendente al objetivo de la maximización de la riqueza de los accionistas. Este trabajo se encuadra dentro del cuerpo teórico del estudio de los mecanismos que componen este gobierno corporativo.

La empresa moderna se caracteriza por presentar una estructura de propiedad dispersa formada por multitud de pequeños accionistas. Los accionistas no gestionan directamente la empresa sino que delegan esta función en el consejo de administración el cual es un mecanismo de control interno encargado de representar los intereses de los accionistas. El consejo de administración, no se encarga de la gestión diaria de la empresa sino que delega esta labor en manos de los directivos, mientras que este órgano se encarga de determinar los objetivos principales de la empresa así como de la ratificación y control de las decisiones tomadas por los directivos. Los gestores empresariales son los que se encargan de diseñar las actuaciones concretas tendentes a la consecución de los objetivos básicos de la empresa determinados por el consejo. Esta separación entre los propietarios de los activos empresariales y los agentes que deciden la utilización de los mismos supone una fuente de conflictos dado que los directivos pueden utilizarlos en servicio de sus propios intereses que pueden diferir de los de los accionistas.

Tanto los accionistas como los directivos son agentes interesados en la empresa cada uno de los cuales aporta factores necesarios para el normal desarrollo de las actividades empresariales. La empresa puede entenderse como una serie de contratos entre los distintos aportantes de factores, cada uno de los cuales tiene intereses particulares que trata de defender. Las funciones de utilidad y los intereses de accionistas y directivos difieren. El accionista es un aportante de fondos a la empresa cuyo interés principal es la maximización de su riqueza o lo que es equivalente la maximización del valor de mercado de la empresa. Los directivos por su parte, tratan de maximizar su función de utilidad la cual depende de su remuneración y de otros beneficios de tipo no monetario como la notoriedad del puesto, el estatus social o la cuantía de los recursos bajo su control. Los directivos, desde un punto de vista racional, tratarán de gestionar los activos de la empresa, proporcionando a los accionistas un rendimiento mínimo aceptable por su aportación de fondos, desviando hacia si una serie de recursos que deberían estar dedicados a la maximización de la riqueza de los accionistas.

Los problemas en la relación de agencia entre los accionistas y los directivos surgen cuando estos últimos, en virtud de un interés particular distinto del de los demás accionistas, promueven proyectos de

inversión que no son rentables¹ o no aprovechan oportunidades de inversión rentables pese a sus efectos negativos sobre el valor de mercado de la empresa. Se producen igualmente problemas de agencia cuando los directivos realizan consumos en el puesto de trabajo por encima de los estipulados contractualmente². Estos comportamientos gerenciales denominados “oportunistas” contribuyen a maximizar la función de utilidad de los directivos a costa del interés de los propietarios de la empresa consistente en la maximización del valor de mercado de su participación accionarial.

La existencia de disparidad de intereses entre los accionistas y los directivos exige la supervisión por parte de los primeros con el fin de evitar el mantenimiento de comportamientos gerenciales de tipo oportunista. Sin embargo la dispersión de la propiedad en la empresa así como la escasa importancia de los paquetes accionariales mantenidos por la mayoría de los accionistas dificultan la posibilidad de que éstos realicen una supervisión directa de las actuaciones gerenciales. Por un lado, los accionistas se apropian tan solo de un porcentaje del beneficio generado por su supervisión proporcional a su participación accionarial. Este porcentaje en el caso de los pequeños accionistas es tan bajo que no cubre los costes de supervisión directa. Por otro lado, el accionista que desarrolla una labor supervisora de las actuaciones gerenciales no puede evitar que el resto de los accionistas se apropien de una parte de los beneficios directamente generados por dicha supervisión generándose por tanto un claro problema de free-rider³. Los argumentos expuestos explican la inexistencia de una supervisión por parte de los pequeños accionistas con respecto a las actuaciones de los directivos de la empresa. Esta situación confiere a los gestores empresariales discrecionalidad para dirigir la empresa en busca de su propio interés a costa de los objetivos de los accionistas.

La disparidad de objetivos entre accionistas y directivos unida a la inexistencia de una supervisión de los accionistas sobre las actuaciones gerenciales supone la necesidad de que existan una serie de mecanismos capaces de controlar las actuaciones directivas o de alinear sus intereses con los de los propietarios de la empresa. Existen mecanismos internos y externos a la empresa que ejercen una labor de supervisión de las actuaciones gerenciales atenuando los conflictos de agencia entre la propiedad y el control en las grandes empresas modernas. Estos mecanismos son el mercado de control corporativo (Grossman y Hart, 1980), el mercado laboral de los directivos (Fama, 1980), la supervisión por parte de los grandes accionistas (Demsetz y Lehn, 1985), el consejo de administración y la supervisión mutua entre los propios directivos (Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983). Existen igualmente mecanismos que tienden a alinear los intereses de los directivos con los de los accionistas limitando la posibilidad de que se produzcan comportamientos gerenciales oportunistas. Entre estos mecanismos se puede citar el papel incentivador de la participación accionarial por parte de los directivos (Jensen y Meckling, 1976) y la existencia de sistemas de remuneración variable de los directivos basados en incentivos (Murphy, 1985).

El presente trabajo estudia existencia de relaciones entre los distintos mecanismos de control corporativo de modo que la presencia de un determinado mecanismo puede afectar a la necesidad de acudir a otros mecanismos alternativos. En concreto este trabajo se centra en la posible influencia del efecto alineamiento de intereses unido a la participación accionarial de los miembros del equipo gestor, el papel supervisor de los grandes accionistas y la supervisión mutua entre miembros del equipo gestor sobre el potencial supervisor del consejo de administración.

El resto de este trabajo se ordena de la siguiente manera. En la segunda sección se expondrán argumentos teóricos acerca de la posible relación entre distintos mecanismos internos de gobierno corporativo extrayendo hipótesis acerca de la asociación existente entre los mismos. En la sección tercera se expone la metodología utilizada en el estudio. En la cuarta sección se recogen la muestra sobre la cual se efectúa el estudio. En la quinta sección se muestran los principales resultados empíricos obtenidos en el estudio y finalmente se extraen las principales conclusiones del mismo.

FUNDAMENTOS TEÓRICOS E HIPÓTESIS DEL ESTUDIO

En virtud de lo expuesto en el apartado anterior las empresas que presentan una separación entre propiedad y control deben afrontar la posible existencia de conflictos de agencia entre accionistas y directivos. Estas empresas cuentan con diversos mecanismos capaces a priori de evitar el mantenimiento de comportamientos oportunistas por parte de los gerentes empresariales. Entre los mecanismos previamente citados este trabajo se centre en el estudio del consejo de administración.

¹ Este tipo de comportamientos permiten al directivo maximizar la cantidad de recursos bajo su control y al mismo tiempo su nivel retributivo.

² Demsetz, (1983).

³ Grossman y Hart, (1980)

El consejo de administración es el último órgano de control interno en el que los accionistas delegan su poder decisor para que controlen y supervisen las actuaciones gerenciales fomentando así una gestión generadora de valor. La presencia de externos afecta al potencial del consejo para ejercer su labor de supervisión y control de las actuaciones gerenciales. El consejo se compone de miembros internos y externos. A efectos de la realización de este estudio se ha definido como consejero interno aquel que mantiene un cargo ejecutivo en la empresa o que lo ha mantenido en el pasado se han considerado igualmente internos aquellos consejeros que tienen relaciones familiares con los directivos de la empresa. Los restantes miembros del consejo han sido considerados externos. El carácter ejecutivo o no ejecutivo de los miembros del consejo afecta al grado de independencia entre los miembros del consejo y los componentes del equipo directivo de la empresa. Los consejeros internos por su carácter ejecutivo mantienen una fuerte dependencia con respecto a los directivos cuyas actuaciones son evaluadas por el consejo. La carrera profesional de los consejeros internos suele estar unida a la de los directivos evaluados por ello la objetividad de las críticas a las actuaciones directivas por parte de los consejeros ejecutivos se ve comprometida. La tarea de la evaluación de las actuaciones directivas recaerá entonces principalmente sobre los consejeros externos cuya mayor independencia con respecto a los gerentes empresariales los hace más adecuados para enjuiciar la calidad de su gestión. La evidencia empírica respalda este hecho. Diversos autores constatan la existencia de un papel disciplinario por parte de los externos favoreciendo la actuación supervisora y de control por parte del consejo de administración. (Warner, Watts y Wruck, 1988), (Weisbach, 1988).

La presencia de externos en el consejo favorece por tanto la actuación supervisora del consejo. El potencial del consejo para ejercer su labor de control de las actuaciones gerenciales dependerá del nivel de independencia de los miembros de este órgano con respecto a los miembros del equipo gestor el cual puede ser aproximado a través del porcentaje de miembros externos presentes en el consejo.

La participación accionarial por parte de los miembros del equipo directivo constituye un incentivo para que éstos tomen decisiones maximizadoras de valor y por tanto afecta a la necesidad de control y supervisión por parte del consejo de administración. En el caso de una empresa en la cual existe un único propietario que es a su vez el gestor de la misma no existen problemas de agencia ya que el gestor soporta en toda su magnitud las consecuencias de sus decisiones no maximizadoras de valor (Jensen y Meckling, 1976). De acuerdo con este razonamiento, el efecto negativo de las actuaciones gerenciales sobre la riqueza de los directivos materializada en títulos de la empresa incentiva comportamientos gerenciales maximizadores de valor. Este alineamiento de los intereses de los gestores con los del resto del implica que la participación accionarial de los directivos disminuye los conflictos de intereses entre éstos y los accionistas. En este sentido, una participación accionarial elevada por parte del equipo gestor incentivará comportamientos tendentes a la maximización del valor de la empresa y por tanto esto disminuirá la necesidad de actuaciones disciplinarias por parte del consejo de administración. En virtud de lo expuesto se propone la siguiente hipótesis:

H1: El efecto alineamiento de intereses unido a la participación accionarial del equipo gestor influye negativamente sobre el potencial de supervisión por parte del consejo de administración.

La presencia de grandes accionistas dentro de la estructura de propiedad de una empresa constituye un elemento que contribuye a solventar los problemas de agencia propios de empresas con estructuras de propiedad dispersas. Los grandes accionistas se apropian de una elevada proporción de los beneficios generados por su actuación de supervisión directa. Por ello, el beneficio directamente recibido por el accionista podría superar los costes directamente incurridos en su actuación supervisora de las actuaciones gerenciales. Por otro lado los grandes accionistas presentan un incentivo para supervisar las actuaciones gerenciales dado que éstos son los que sufrirán en mayor proporción las consecuencias de las actuaciones gerenciales oportunistas. La presencia de grandes accionistas en la empresa contribuye a incrementar el grado de supervisión directa al que se encuentran sometidos los directivos⁴. Por ello, la presencia de grandes accionistas reduce la necesidad de ejercer una labor supervisora por parte del consejo de administración y por tanto la proporción de miembros externos en el consejo.

En virtud de lo expuesto se establece la siguiente hipótesis:

H2: La actuación supervisora de los grandes accionistas influye negativamente sobre el potencial supervisor del consejo de administración.

La supervisión entre miembros del equipo gestor reduce la capacidad de los mismos para tomar decisiones destructoras de valor⁵ y constituye por tanto un elemento de control de las actuaciones gerenciales. Existen incentivos para que los miembros del equipo gestor ejerzan una supervisión entre ellos. Por un lado, puede existir competencia entre los directivos de la empresa por alcanzar los puestos más altos de

⁴ Shleifer y Vishny (1986)

⁵ Fama (1980)

la jerarquía. Esta competencia incentiva la vigilancia entre los gestores puesto que el conocimiento de actuaciones oportunistas correspondiente a otros miembros del equipo gestor puede constituir una ventaja sustancial en la competición por los puestos directivos de mayor relieve.

El mercado laboral constituye igualmente un incentivo para que los directivos ejerzan una actuación de control y supervisión entre ellos. Las actuaciones oportunistas de un miembro del equipo directivo puede afectar negativamente al valor de mercado de la empresa. Esta circunstancia puede afectar negativamente a la valoración que el mercado laboral hace de los miembros que componen el equipo gestor de la empresa. Esta extensión de los efectos negativos de las actuaciones de un miembro del equipo gestor a todos los demás constituye un argumento para que exista un control mutuo entre los componentes del equipo gestor.

El incentivo de los miembros del equipo gestor para ejercer un control mutuo puede traducirse o no en una actuación efectiva de control dependiendo de la distribución de poder dentro de este grupo. La posibilidad de ejercer un control mutuo entre los miembros del equipo gestor se dificulta si existe una clara concentración de poder en manos de un gestor concreto. En situaciones en las que existe un directivo claramente dominante el resto de los miembros del equipo gestor podrían carecer de la fuerza o también de la información necesaria para controlar de manera efectiva las actuaciones del ejecutivo dominante. Por tanto la existencia de una actuación supervisora entre los propios directivos vendrá determinada por el reparto de fuerzas dentro del equipo gestor. El potencial de los directivos para controlar a otros miembros del equipo gestor será mayor cuanto mas igualitario sea la distribución de la propiedad o el poder de voto entre ellos.

En virtud de lo expuesto se enuncia la siguiente hipótesis:

H3: El potencial de supervisión mutua entre miembros del equipo gestor influye negativamente sobre el potencial de supervisión por parte del consejo de administración.

METODOLOGÍA Y VARIABLES

Con la finalidad de estudiar la validez de las tres hipótesis propuestas se ha planteado un modelo de regresión múltiple en el cual se estudia la influencia del potencial de supervisión de los grandes accionistas, el efecto alineamiento unido a la participación accionarial de los miembros internos del consejo y la supervisión entre los gestores de la empresa sobre el potencial de supervisión del consejo.

La variable dependiente objeto de estudio es el potencial de supervisión por parte del consejo de administración. De acuerdo con lo expuesto en la sección anterior el consejo se compone de miembros internos y externos, cada uno de los cuales aporta un input distinto a este órgano. Los miembros internos aportan el conocimiento del funcionamiento interno de la empresa y constituyen el nexo de unión entre el consejo y la ejecución práctica de las grandes líneas de actuación diseñadas por este órgano. Por otro lado los miembros externos aportan al consejo su capacidad de control y supervisión desde una posición independiente respecto de los miembros del equipo gestor. Por tanto, los miembros externos dotan al consejo de su capacidad de supervisión y control de las actuaciones gerenciales. En esta línea se aproxima el potencial de supervisión por parte del consejo de administración a través de la proporción de miembros externos (POREXT) presentes en el mismo.

La hipótesis primera hace referencia a la influencia negativa que podría existir entre la participación accionarial de los miembros del equipo gestor y el potencial supervisor del consejo. De acuerdo con esta hipótesis la participación accionarial de los gestores empresariales tiene un efecto alineamiento de intereses que atenúa los conflictos de agencia en la empresa y que limita la necesidad por parte del consejo de ejercer una labor de control y supervisión de las actuaciones gerenciales. De acuerdo con esta hipótesis se espera un menor potencial de supervisión por parte del consejo cuanto mayor sea el efecto alineamiento de intereses derivado de la participación accionarial de los gestores. Con el fin de probar la validez de esta hipótesis se incluye en el modelo la participación accionarial del equipo gestor medida alternativamente a través de la participación accionarial de los miembros internos del consejo (PAINT) y a través de la participación accionarial del presidente del consejo y del consejero delegado (PAPRYCD). En virtud de la hipótesis primera se espera una sustitución entre el efecto alineamiento de intereses unido a dichas participaciones accionariales y el potencial supervisor del consejo, por ello se espera obtener una relación negativa entre estas dos variables (PAINT), (PAPRYCD) y la variable dependiente (POREXT).

La hipótesis segunda propone la existencia de una sustitución entre la supervisión y control aportado por los grandes accionistas y el consejo respectivamente. De acuerdo con esta hipótesis la presencia de grandes accionistas eleva el nivel de supervisión directa sobre los directivos disminuyendo la necesidad de supervisión por parte del consejo de administración. Con la finalidad de separar claramente el efecto de estas participaciones accionariales de las de los gestores hemos excluido de este grupo aque-

llas participaciones accionariales correspondientes a individuos que ostentan o han ostentado en el pasado un cargo ejecutivo en la empresa. El potencial supervisor de los grandes accionistas se ha estimado se ha estimado así a través de la participación accionarial del mayor y de los cinco mayores accionistas externos (PAUNO), (PACINCO). De acuerdo con la hipótesis propuesta se espera obtener una relación negativa entre estas variables y la proporción de externos en el consejo mostrando una sustitución entre los dos mecanismos de supervisión considerados.

La hipótesis tercera propone la existencia de una sustitución entre el potencial de supervisión entre los miembros del equipo directivo y el potencial de supervisión por parte del consejo de administración. De acuerdo con lo expuesto en la sección anterior la competencia entre los propios gestores de la empresa por llegar a los puestos más altos de la jerarquía y la potencial repercusión de las actuaciones de un miembro del equipo directivo sobre la valoración del resto en el mercado laboral constituyen incentivos para que se establezca una supervisión directa entre los miembros del equipo gestor. Considerando la influencia negativa que tiene la concentración de poder en manos de un directivo sobre esta actuación de supervisión, se ha estimado el potencial de supervisión entre directivos a través del grado de dispersión de la participación accionarial entre los componentes del equipo gestor. Esta medida se ha aproximado a través de la siguiente variable:

$$\text{CONPAIN}=1-(\text{PAPRYCD}/\text{PAIN})$$

Siendo:

CONPAIN	PORCENTAJE DE LA PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DE LOS INTERNOS NO PERTENECIENTE AL PRESIDENTE NI AL CONSEJERO DELEGADO
PAPRYCD	PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DEL PRESIDENTE Y DEL CONSEJERO DELEGADO
PAIN	PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DE LOS INTERNOS

De acuerdo con lo expuesto en la sección precedente, cuanto menor sea la concentración de la participación accionarial en manos de los máximos ejecutivos de la empresa mayor será el potencial de supervisión por parte de otros internos del consejo. Esta supervisión entre ejecutivos limitará la capacidad de mantenimiento de comportamientos oportunistas en el seno del equipo gestor disminuyendo así la necesidad de supervisión por parte del consejo de administración. Por tanto, en virtud de la relación de sustitución entre estos dos mecanismos de supervisión prevista en la hipótesis tercera, se espera obtener una relación negativa entre la variable de concentración de la participación accionarial de los internos y la variable dependiente POREXT.

El endeudamiento constituye un tipo de control de las actuaciones gerenciales. Los gestores que acuden al endeudamiento como forma de financiación de los activos empresariales están sometidos al control por parte del mercado de capitales. Adicionalmente, el endeudamiento obliga a la empresa a realizar una serie de pagos fijos ligados al servicio de la deuda lo cual reduce la disponibilidad de flujos de caja libres a disposición de los directivos y por tanto la posibilidad de mantener comportamientos de tipo oportunista basados en dichos flujos de caja. El endeudamiento constituye un control externo que afecta negativamente a la capacidad de los directivos para mantener comportamientos oportunistas, disminuyendo así la necesidad de mantener una actuación disciplinaria por parte del consejo de administración. Con el fin de controlar el efecto de este control externo sobre las actuaciones gerenciales se ha incluido en el modelo el ratio (FA/PT) como una medida del nivel de endeudamiento de la empresa.

Por último, con la finalidad de poder controlar posibles efectos tamaño en la composición del consejo se ha incluido en las regresiones el logaritmo neperiano de la cifra de activo total (LNAT) como indicador del tamaño de la empresa⁶.

El modelo finalmente estimado incluye cinco categorías de variables independientes correspondiendo las tres primeras a las hipótesis planteadas y las dos últimas a los controles de nivel de endeudamiento y tamaño. Para la estimación del efecto de la participación accionarial de los miembros del equipo gestor previsto en la primera hipótesis se incluyen dos variables alternativas (PAIN) y (PAPRYCD). Para la estimación del efecto de la participación accionarial de los grandes accionistas externos se incluyen a su vez dos variables alternativas (PAUNO) y (PACINCO). Finalmente, para la estimación del efecto de la supervisión entre miembros del equipo gestor prevista en la tercera hipótesis se incluye la variable CONPAIN.

⁶ La mayor notoriedad pública de las empresas de elevado tamaño podría influir sobre la formación de su consejo de administración en el sentido de incluir en el mismo un mayor número de representantes de intereses públicos y externos.

TABLA 1: MODELO ESTIMADO:

PORCENTAJE DE EXTERNOS	(H1)P.A. INTERNOS	(H2) P.A. GRANDES ACCIONISTAS	(H3) CONCENTRACIÓN P.A. INTERNOS	CONTROL ENDEUDAMIENTO	CONTROL TAMAÑO
POREXT=	$\alpha + \beta_1 * \text{PAIN} +$	$\beta_2 * \text{PAUNO} +$	$\beta_3 * \text{CONPAIN} +$	$\beta_4 * \text{FA/PT} +$	$\beta_5 * \text{LNAT}$
POREXT=	$\alpha + \beta_1 * \text{PAPRYC} +$	$\beta_2 * \text{PACINCO} +$	$\beta_3 * \text{CONPAIN} +$	$\beta_4 * \text{FA/PT} +$	$\beta_5 * \text{LNAT}$

VARIABLE	SIGNIFICADO
POREXT	PORCENTAJE DE EXTERNOS EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN
PAIN	PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DE LOS MIEMBROS INTERNOS DEL CONSEJO
PAPRYC	PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DEL PRESIDENTE Y DEL CONSEJERO DELEGADO
PAUNO	PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DE MAYOR ACCIONISTA NO EJECUTIVO
PACINCO	PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DE LOS CINCO MAYORES ACCIONISTAS NO EJECUTIVOS
CONPAIN	1-(PAPRYC/PAIN) CONCENTRACIÓN DE LA PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DE LOS INTERNOS EN MANOS DEL PRESIDENTE Y EL CONSEJERO DELEGADO
FA/PT	RATIO DE ENDEUDAMIENTO (FONDOS AJENOS/PASIVO TOTAL)
LNAT	LOGARITMO NEPERIANO DE LA CIFRA DE ACTIVO TOTAL NETO DE LA EMPRESA

MUESTRA

El análisis descrito anteriormente se ha realizado sobre una muestra compuesta por 130 empresas que cotizan en la bolsa de Madrid durante el año 1996. La composición de los consejos de administración de dichas empresas ha sido extraída de los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, siendo esta contrastada con la incluida en la memoria anual de las empresa de la muestra. La composición del equipo directivo se ha tomado de los directorios anuales editados por Nueva Empresa. La clasificación de los miembros del consejo en las categorías de interno y externo se ha realizado comparando la composición de este órgano con la composición del equipo directivo desde 1990 a 1996 al efecto de no omitir en la clasificación de internos miembros del equipo directivo que hayan cesado en su cargo ejecutivo con anterioridad a 1996, pero que aun continúen en el consejo de administración. Estos datos han sido complementados ocasionalmente con los contenidos en los directorios de empresas Dicodi, Dun's, y Fomento.

Finalmente, las participaciones accionariales utilizadas en el estudio así como los datos contables necesarios para construir los indicadores de endeudamiento y tamaño han sido extraídos de los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Los valores descriptivos de las variables utilizadas en el estudio se muestran en la siguiente tabla.

TABLA 2: ESTADÍSTICAS DESCRIPTIVAS

VARIABLE	MEDIA	MEDIANA	VARIANZA
POREXT	0,6101	0,6364	0,0391
PAIN	6,2236	0,1855	183,1526
PAPRYCD	4,0438	0,0410	111,2793
PAUNO	41,2085	35,9295	788,1598
PACINCO	60,2568	62,3310	847,6322
COMPAIN	0,2912	0,0640	0,1348
FAPT	0,5447	0,5316	0,0657
LNAT	10,9832	10,7171	3,6287

VARIABLE	SIGNIFICADO
POREXT	PORCENTAJE DE EXTERNOS EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN
PAINT	PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DE LOS MIEMBROS INTERNOS DEL CONSEJO
PAPRYC	PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DEL PRESIDENTE Y DEL CONSEJERO DELEGADO
PAUNO	PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DEL MAYOR ACCIONISTA NO EJECUTIVO
PACINCO	PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DE LOS CINCO MAYORES ACCIONISTAS NO EJECUTIVOS
CONPAIN	1-(PAPRYCD/PAINT) CONCENTRACIÓN DE LA PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DE LOS INTERNOS EN MANOS DEL PRESIDENTE Y EL CONSEJERO DELEGADO
FA/PT	RATIO DE ENDEUDAMIENTO (FONDOS AJENOS/PASIVO TOTAL)
LNAT	LOGARITMO NEPERIANO DE LA CIFRA DE ACTIVO TOTAL NETO DE LA EMPRESA

RESULTADOS

Las hipótesis propuestas en este trabajo estudian la influencia de distintos controles internos sobre el potencial supervisor del consejo de administración estimado a través de la proporción de externos presentes en el este órgano de control interno. La hipótesis primera propone la existencia de un efecto de sustitución entre el potencial incentivador de comportamientos maximizadores de valor por parte de la participación accionarial de los internos y el potencial supervisor del consejo de administración. La segunda hipótesis propone la existencia de una relación de sustitución entre el potencial de supervisión por parte de los grandes accionistas y el del consejo de administración. Finalmente, la hipótesis tercera postula la existencia de una relación de sustitución entre la supervisión mutua entre los miembros del equipo gestor y el potencial supervisor del consejo. La validez de las hipótesis propuestas se ha contrastado a través del modelo de regresión múltiple por mínimos cuadrados expuesto en la sección precedente. Los resultados empíricos obtenidos se muestra en la siguiente tabla.

TABLA 3: RESULTADOS EMPÍRICOS

	REG1	REG2	REG3	REG4
PAIN	-0,0051	-0,0050		
Sig. PAIN	(0,0001)	(0,0002)		
PAPRYCD			-0,0047	-0,0046
Sig. PAPRYCD			(0,0046)	(0,0062)
PAUNO	0,0000		0,0002	
Sig. PAUNO	(0,9443)		(0,6848)	
PACINCO		0,0002		0,0004
Sig. PACINCO		(0,7669)		(0,4834)
CONPAIN	-0,1321	-0,1309	-0,1626	-0,1618
Sig. CONPAIN	(0,0026)	(0,0027)	(0,0004)	(0,0004)
FA/PT	-0,1587	-0,1578	-0,1661	-0,1640
Sig. FA/PT	(0,0249)	(0,0258)	(0,0228)	(0,0245)
LNAT	0,0202	0,0202	0,0251	0,0258
Sig. LNAT	(0,0463)	(0,0446)	(0,0148)	(0,0114)
R ²	22,9	22,9	18,4	18,6
F	8,716	8,739	6,862	6,945
Sig. F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

GRADO DE SIGNIFICACIÓN ESTADÍSTICA ENTRE PARÉNTESIS

VARIABLE	SIGNIFICADO
POREXT	PORCENTAJE DE EXTERNOS EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN
PAINT	PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DE LOS MIEMBROS INTERNOS DEL CONSEJO
PAPRYC	PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DEL PRESIDENTE Y DEL CONSEJERO DELEGADO

VARIABLE	SIGNIFICADO
PAUNO	PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DE MAYOR ACCIONISTA NO EJECUTIVO
PACINCO	PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DE LOS CINCO MAYORES ACCIONISTAS NO EJECUTIVOS
CONPAIN	1-(PAPRYCD/PAINT) CONCENTRACIÓN DE LA PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DE LOS INTERNOS EN MANOS DEL PRESIDENTE Y EL CONSEJERO DELEGADO
FA/PT	RATIO DE ENDEUDAMIENTO (FONDOS AJENOS/PASIVO TOTAL)
LNAT	LOGARITMO NEPERIANO DE LA CIFRA DE ACTIVO TOTAL NETO DE LA EMPRESA

Los resultados obtenidos en el estudio apoyan la validez de las hipótesis primera y tercera mientras que no parecen indicar la existencia del efecto de la supervisión de los grandes accionistas prevista en la segunda hipótesis. Las regresiones estimadas muestran coeficientes negativos con un grado de significación estadística superior al 99% para las variables representativas de la participación accionarial de los componentes del equipo gestor (PAINT) y (PAPRYCD). Los coeficientes obtenidos para las variables representativas de la participación accionarial de los grandes accionistas externos (PAUNO), (PACINCO) son positivos. Estos resultados son contrarios a los esperados de acuerdo con la hipótesis segunda, no obstante la significación estadística de dichos coeficientes es extremadamente baja. Los coeficientes obtenidos para la variable de representativa de la concentración participación accionarial de los internos son negativos y estadísticamente significativos apoyando la validez de la hipótesis tercera. Finalmente, se han obtenido coeficientes estadísticamente significativas para las variables que controlan los efectos del endeudamiento y el tamaño sobre la composición del consejo evidenciando la existencia de una influencia negativa del endeudamiento y positiva del tamaño sobre la proporción de externos en el consejo.

Los coeficientes negativos obtenidos para las variables representativas de la participación accionarial de los internos, ya sea estimada a través de la participación accionarial de los miembros internos del consejo o del presidente y del consejero delegado, sugieren la existencia de una relación de sustitución entre el papel incentivador de la participación accionarial de los gestores empresariales y el potencial supervisor del consejo. La relación negativa obtenida entre las participaciones de los gestores y la proporción de externos puede ser interpretada como el resultado de la menor necesidad de incluir miembros externos en el consejo cuando la participación accionarial de los gestores incentiva comportamientos gerenciales tendentes a la maximización del valor de la empresa. No obstante, este resultado debe ser tomado con cautela ya que podría ser indicativo también del efecto atrincheramiento unido a la participación accionarial del equipo gestor. En este sentido la menor proporción de externos en el consejo podría deberse a la oposición efectiva de los miembros del equipo gestor al nombramiento de consejeros externos que puedan limitar su libertad de actuación al frente de la empresa.

Los resultados obtenidos muestran la inexistencia de una relación estadísticamente significativa entre la participación accionarial de los grandes accionistas no ejecutivos y la proporción de consejeros externos. Este resultado podría deberse a la posible inexistencia de un papel supervisor efectivo por parte de los grandes accionistas. La inexistencia de este papel supervisor por parte de los grandes accionistas podría suponer la inexistencia del efecto de sustitución previsto entre la supervisión por parte de los grandes accionistas y los miembros externos del consejo.

La relación negativa y estadísticamente significativa obtenida entre la variable representativa de la concentración de la participación accionarial de los internos y la proporción de miembros externos en el consejo, sugiere la existencia de un efecto de sustitución entre la supervisión mutua de los directivos y la supervisión a través de los externos del consejo. Las empresas en las que la participación accionarial de los internos no está claramente concentrada en manos del presidente o el consejero delegado presentan un reparto de fuerzas más igualitario entre los miembros del equipo directivo y por tanto un mayor potencial para la supervisión entre ellos. En este tipo de empresas la supervisión entre los propios directivos disminuye el potencial de los mismos para mantener comportamientos oportunistas lo cual rebaja la necesidad de incluir externos en el consejo con el fin de dotar a este órgano de un mayor potencial de supervisión de las actuaciones directivas.

CONCLUSIONES

El trabajo realizado estudia la posible existencia de efectos de sustitución entre diversos mecanismos de control y el potencial de supervisión del consejo de administración estimado a través del porcentaje de miembros externos de este órgano. Los resultados obtenidos señalan la existencia de efectos de sustitución entre el efecto alineamiento de intereses unido a la participación accionarial de los miembros

del equipo gestor y la proporción de externos presentes en el consejo. En el mismo sentido se ha constatado también la existencia de un efecto sustitución por parte del potencial de supervisión entre miembros del equipo gestor.

La interdependencia entre distintos mecanismos de supervisión indica la posible existencia de errores en los análisis de la eficiencia supervisora de los externos en el consejo sin considerar al mismo tiempo otra serie de mecanismos de supervisión presentes en la empresa. En este sentido, una misma empresa podría mantener distintos porcentajes de externos en el consejo dependiendo de cual sea el potencial supervisor y de alineamiento de intereses aportado por otros mecanismos alternativos.

Los resultados del estudio aconsejan la evaluación del gobierno corporativo desde una óptica que integre distintos mecanismos de control, puesto que la eficiencia del sistema de control de las actuaciones gerenciales depende de la actuación conjunta de todos ellos y no de uno solo en particular.

BIBLIOGRAFÍA

- DEMSETZ, H. (1983): "THE STRUCTURE OF OWNERSHIP AND THE THEORY OF THE FIRM", *JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS*, VOL.26, PAGES. 375-390.
- DEMSETZ, H.; LEHN, K. (1985): "THE STRUCTURE OF CORPORATE OWNERSHIP: CAUSES AND CONSEQUENCES", *JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY*, VOL. 93, PAGES. 1155-1177
- FAMA E. (1980): "AGENCY PROBLEMS AND THE THEORY OF THE FIRM" *JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY*, VOL 88, PAGES 288-307
- FAMA, E.; JENSEN, M.C. (1983): "SEPARATION OF OWNERSHIP AND CONTROL", *JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS*, VOL. 27, PAGES. 301-325.
- GROSSMAN, S.; HART, O. (1980): "TAKEOVER BIDS AND THE FREE-RIDER PROBLEM AND THE THEORY OF THE CORPORATION" *BELL JOURNAL OF ECONOMICS*, VOL. 11, PAGES. 42-64
- JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. (1976): "THEORY OF THE FIRM; MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE", *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, PAGES. 305-360.
- MURPHY, K. (1985): "CORPORATE PERFORMANCE AND MANAGERIAL REMUNERATION" *JOURNAL OF ACCOUNTING AND ECONOMICS*, VOL. 7. PAGES. 11-42
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. (1986): "LARGE SHAREHOLDER AND CORPORATE CONTROL", *JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY*, VOL. 94, PAGES. 461-488.
- WARNER, JEROLD B.; WATTS, ROSS L.; WRUCK KAREN H.(1988): "STOCK PRICES AND TOP MANAGEMENT CHANGES", *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, VOL. 20, PAGES. 461-492
- WEISBACH, M.S. (1988): "OUTSIDE DIRECTORS AND CEO TURNOVER", *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, VOL.20, PAGES.431-460