

WORKING PAPERS

Resumen comentado de **documentos de investigación sobre finanzas y mercados**

de especial interés para la comunidad inversora

LA IMPORTANCIA Y NATURALEZA DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN

DOCUMENTO COMENTADO

"Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature"

Benjamin E. Hermalin y Michael S. Weisbach.

Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, Volumen Especial sobre Gobierno Corporativo (próxima publicación).

http://www.newyorkfed.org/rmaghome/econ_pol/2001/601herma.pdf

Por **Santiago Ximénez**
Vicesecretario general, European Capital Markets Institute (ECMI)

Tras la revelación de notorios casos de fraude contable en algunas de las más grandes compañías norteamericanas como Enron o WorldCom el interés por los temas de gobierno corporativo se ha disparado en los medios académicos y profesionales. Al calor de este renovado interés se han promovido iniciativas como la de la Bolsa de Nueva York, que ha aprobado una serie de normas para incrementar la calidad del gobierno corporativo de las empresas cotizadas y otras como la Comisión Aldama (recientemente formada en España) que fomentan una sana reflexión sobre el nivel de reglamentación adecuado en esta materia o sobre la necesi-

dad de mejorar las normas de transparencia y protección a accionistas minoritarios.

Uno de los temas más recurrentes en las propuestas de mejora de los códigos o normas de buen gobierno que han surgido a ambas orillas del Atlántico es el del papel, responsabilidades y composición del consejo de administración de las compañías. En el artículo que en este número comentamos los profesores Hermalin y Weisbach repasan los principales hallazgos que la literatura económica sobre consejos de administración ha proporcionado en los últimos años⁽¹⁾.

Los consejos de administración son un órgano de gobierno presente en la mayoría de las organizaciones. La ley obliga a las compañías constituidas como sociedades a dotarse de un consejo de administración, y son muchas otras las organizaciones con ánimo de lucro o sin él que tienen un consejo de administración entre sus órganos de gobierno, ya sea porque la ley lo prescribe o como una elección voluntaria por parte de sus fundadores. Por esto no es de extrañar que abunden los artículos en los que se cuestionan las razones de su existencia, las tareas que desempeñan, y especialmente, los aspectos que pueden ser mejorados en el diseño y funcionamiento de este órgano de gobierno.

¿POR QUÉ EXISTEN LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN?

En principio, reflexionan Hermalin y Weisbach, se podría argumentar que los consejos de administración son un simple producto legislativo. Ya se ha mencionado que la ley obliga a una multitud de instituciones a disponer de uno, regulando en algunos casos su composición y ciertos aspectos de su funcio-

namiento interno. Sin embargo, esta explicación no puede ser, ni mucho menos, completa. Los consejos de administración son una institución común a prácticamente todos los países del mundo, y su existencia es muy anterior a la de la regulación que los hace obligatorios. Además, si los consejos fuesen un mero producto legislativo supondrían una carga para las empresas que, indudablemente, presionarían a sus gobiernos para su eliminación.

La hipótesis más plausible, según los autores, es que los consejos son una institución creada de forma endógena para aliviar los problemas de agencia que, inevitablemente surgen en cualquier gran organización. El arquetípico problema de agencia existente en una empresa se plantea entre los accionistas, propietarios de la compañía, y los gestores, que tienen que anteponer los intereses de aquéllos a sus propios intereses. En este contexto los consejos de administración son la solución de equilibrio que da el mercado a un problema de diseño organizacional. No obstante, señalan Hermalin y Weisbach, ninguna de las teorías que justifican la existencia de consejos de administración es completa ni explica porqué los consejos han perdurado desde su primera aparición hasta nuestros días en organizaciones de épocas completamente distintas con entornos sociales y económicos muy dispares.

¿CÓMO ESTÁN ESTRUCTURADOS Y CUÁL ES LA LABOR DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN?

Los consejos de administración son órganos de decisión compuestos por un número de miembros ligados a la organización o a algu-

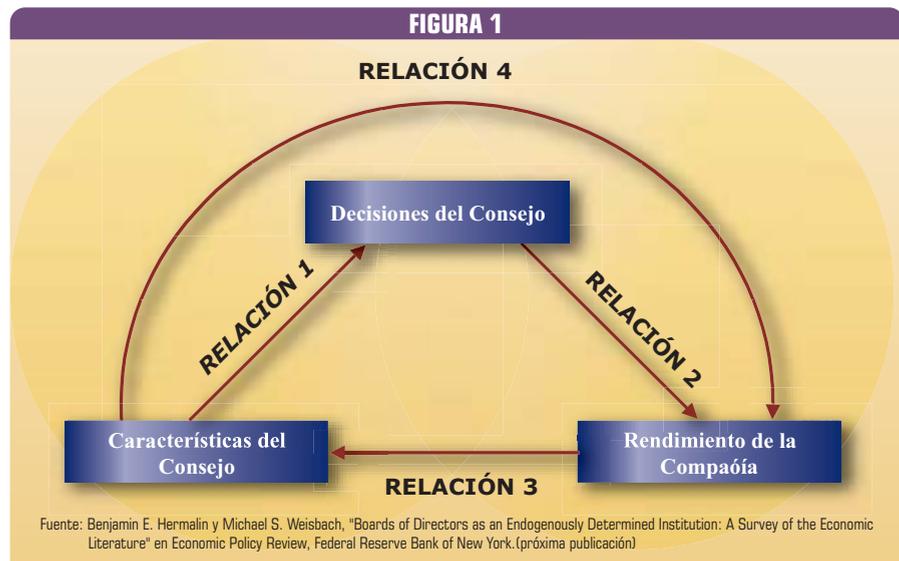
(1) El artículo de Hermalin y Weisbach sólo hace un repaso de la literatura de carácter económico sobre consejos de administración, aunque los autores reconocen las importantes contribuciones que la ciencia jurídica y de gestión han aportado a este campo.

no de sus accionistas mayoritarios (inside directors) y otro número de consejeros independientes (outside directors). Pero, ¿cómo se determina la proporción de unos y de otros en el consejo y cuáles son los incentivos que tienen los distintos tipos de consejeros?

Una forma clásica de abordar estas preguntas es considerar al consejo como el "principal" y al equipo gestor como el "agente" en el marco clásico de la teoría de los problemas de agencia introducida por Jensen y Meckling en su artículo seminal de 1976⁽²⁾. Sin embargo, aun siendo muy útil, este tipo de modelización del problema no sirve para explicar dos fenómenos específicos de los consejos de administración: ¿porqué tiene importancia la relación entre consejeros ligados a la organización y consejeros independientes? Y ¿porqué el equipo gestor tiene tanta influencia en la selección de los miembros del consejo?

En principio, según Hermalin y Weisbach, los consejeros independientes son una figura creada para hacerse cargo de las tareas de vigilancia y control de la labor del consejo de administración. Sin embargo, sus incentivos para llevar a cabo esta función correctamente no están del todo claros. Mientras algunos autores opinan que sus incentivos son el forjarse una reputación de expertos interventores que les facilite el acceso a otros consejos de administración, otros dicen que una reputación de poco problemático con el Consejero Delegado⁽³⁾ puede ser también una buena llave para la entrada en otros consejos. El resultado final de estas fuerzas divergentes y sus distintas implicaciones son un importante factor que subyace a la mayoría de los artículos empíricos sobre el tema.

Los autores apuntan que uno de los principales problemas a los que se enfrentan los estudios sobre consejos de administración es la endogeneidad conjunta de los factores que intervienen en el problema (figura 1). Así, si bien es posible evaluar de qué manera influyen las características del consejo de admi-



nistración en sus decisiones, estas decisiones influirán en el rendimiento de la compañía, lo que a su vez tendrá influencia en la siguiente composición del consejo. Es decir, desde un punto de vista dinámico, todas las variables influyen unas sobre otras lo que dificulta la identificación de relaciones de causalidad claras.

LA INFLUENCIA DEL CONSEJO EN EL DESEMPEÑO DE UNA COMPAÑÍA

Uno de los temas más analizados y discutidos en la literatura económica sobre consejos de administración es la posible relación entre las características de un consejo y el rendimiento de la compañía a la que pertenece. El interés de los académicos se centra fundamentalmente en dos características: el número de consejeros independientes y el número de miembros del consejo (el tamaño del consejo).

- LA PROPORCIÓN DE CONSEJEROS INDEPENDIENTES:

La relación entre el número de consejeros independientes y el rendimiento de una empresa ha sido abordada empleando distintos métodos para medir la performance de una compañía:

- Un cierto número de estudios han examinado las correlaciones contemporáneas entre la proporción de consejeros independientes y medidas contables de desempeño.
- Otros han tomado la Q de Tobin⁽⁴⁾ como medida del rendimiento de la empresa, basándose en que este ratio debería reflejar mejor el valor de un activo intangible como es el buen gobierno de una compañía.
- Por último, otros artículos han evaluado la influencia de la composición del consejo en la rentabilidad bursátil a largo plazo de la compañía y sus beneficios contables.

Sin embargo, ninguno de esos estudios ha encontrado prueba alguna que demuestre que la proporción de miembros independientes en un consejo de administración tenga algún tipo de influencia en el rendimiento de esa organización.

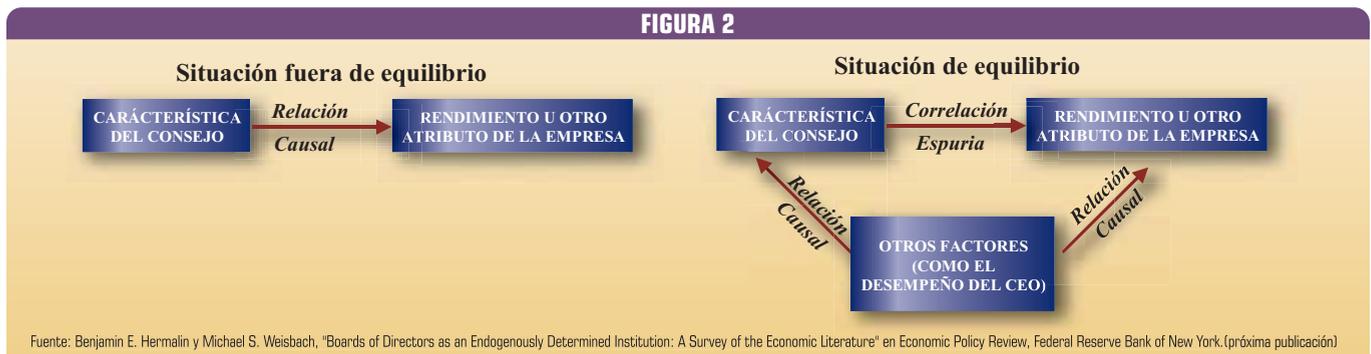
Tal y como apuntan Hermalin y Weisbach, para interpretar correctamente esos resultados es importante no perder de vista la endogeneidad en la composición del consejo. Los autores han demostrado empíricamente que el rendimiento pasado de una compañía es un factor que influye poderosamente en la proporción de miembros independientes de

(2) En el contexto de esta teoría se dice que existe un problema de agencia cuando una persona (principal) encarga a otra (agente) la gestión de una actividad, proveyendo al agente de discrecionalidad en la toma de decisiones y aceptando el agente la defensa o protección de los intereses del principal. Ver Jensen, Michael C. y Meckling, William .H., "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, nº 3, 1976, pp. 305-360.

(3) En el artículo original se habla de CEO, acrónimo de Chief Executive Officer, cuya traducción podría ser la de "primer ejecutivo de la empresa" un papel que en España recae en el Consejero Delegado de la compañía.

(4) La Q de Tobin no es más que el ratio entre el valor de mercado (bursátil) del activo de una compañía y el valor de reposición de ese activo. En este contexto el coste de reposición se suele calcular como la cantidad de dinero necesaria para comprar la capacidad productiva actual de la empresa a un mínimo coste y con la mejor tecnología disponible.

FIGURA 2



Fuente: Benjamin E. Hermalin y Michael S. Weisbach, "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature" en Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York. (próxima publicación)

V su consejo de administración: un pobre historial de rendimiento lleva a incrementar el número de consejeros independientes. Este efecto produciría, en un análisis estático y transversal de las compañías, que las empresas con más consejeros independientes parecieran peores aunque sean precisamente los malos resultados históricos los que propicien un incremento en el número de outsiders y no al revés. Sin embargo, los estudios que corrigen este efecto mediante la introducción de retardos en los modelos econométricos tampoco ha hallado ninguna relación entre rendimiento y número de consejeros independientes.

El único trabajo de estas características que ha encontrado una relación empírica entre ambas variables es el de dos académicos que han demostrado como las calificaciones de buen gobierno que CalPERS⁽⁵⁾ otorga a los consejos de administración, tomada como un proxy de la independencia de éstos, están positivamente relacionadas con el rendimiento de las compañías. Estos mismos autores interpretan este hallazgo como resultado de un cambio en el papel del consejo como órgano de control del equipo gestor. Así, si en el pasado la aprobación del consejo era un mero trámite para los gestores actualmente, gracias al papel que juegan los inversores institucionales y las asociaciones de pequeños inversores, los consejos se han convertido en interventores activos en la gestión de las compañías.

Para Hermalin y Weisbach la verdadera razón que subyace a los pobres resultados obtenidos en los estudios mencionados no es tanto

fruto de un cambio de "mentalidad" en los consejeros como de la enorme variedad de factores que afectan al rendimiento de una gran empresa, factores de los que las reuniones del consejo de administración son sólo uno de ellos.

- EL TAMAÑO DEL CONSEJO.

Son varios los autores que creen que los consejos de administración numerosos son menos efectivos en sus tareas que los de pequeño tamaño. La idea es que cuando los consejos se vuelven muy numerosos los problemas de agencia (especialmente el free-riding⁽⁶⁾ entre consejeros) se incrementan en su seno y éste se convierte en un elemento simbólico y apartado del proceso de gestión. Varios estudios confirman las predicciones de esta teoría. Haciendo uso de la Q de Tobin como medida de rendimiento y controlando los otros factores que puedan influir en él, se demuestra que existe una relación negativa y estadísticamente significativa entre el tamaño del consejo de administración de una empresa y la performance de ésta.

Si el tamaño del consejo realmente influye en el rendimiento de la empresa los participantes en el mercado deberían preferir consejos pequeños pues, según acabamos de ver, contribuyen a maximizar el valor de una empresa. Un artículo que analiza el número de miembros de los consejos de administración de empresas envueltas en una operación de LBO⁽⁷⁾ inverso muestra como estas compañías vuelven a la bolsa con consejos de pequeño tamaño.

Para Hermalin y Weisbach lo realmente inte-

resante de este resultado es porque siguen existiendo consejos de administración numerosos si perjudican tanto el rendimiento de una compañía. Es decir, ¿por qué el mercado no los ha eliminado como un tipo de diseño organizativo "ineficiente"? En realidad, podría ocurrir que otro factor, como por ejemplo el nivel de rendimiento del equipo gestor, tuviese una relación causal directa sobre el tamaño del consejo y el tamaño de la empresa de forma que se indujese una correlación espuria entre ambas variables. En definitiva, se trataría de considerar si la relación inversa entre el tamaño del consejo y la performance de la empresa responde a una situación de equilibrio o fuera de equilibrio (figura 2).

LA INFLUENCIA DE LA COMPOSICIÓN DEL CONSEJO EN EL DESEMPEÑO DE SUS TAREAS

Existen otros trabajos que analizan la relación 1 de la figura 1 es decir, la forma en que la composición y el tamaño del consejo afectan a la toma de ciertas decisiones propias de éste. Los autores hacen un detallado repaso de la abundante literatura sobre el tema, aunque nosotros sólo comentaremos los resultados más llamativos.

- ROTACIÓN DEL CONSEJERO DELEGADO

Son muchos los trabajos que documentan una relación directa entre los malos resultados de una compañía y la rotación de su consejero delegado. Sin embargo, en la opinión de Hermalin y Weisbach, lo interesante es conocer cómo afecta la composición del consejo a

(5) CalPERS es el fondo de pensiones de los empleados públicos de California, el mayor fondo de pensiones de los Estados Unidos.

(6) En el contexto de la literatura económica sobre consejos de administración el free raiding entre consejeros es un problema de agencia que surge cuando uno o varios miembros del consejo no realizan un análisis adecuado de los problemas planteados al consejo debido al coste en tiempo que ello supone y toman sus decisiones sobre la base de lo que dicen otros consejeros.

(7) Una operación de reverse-LBO es la vuelta a la bolsa de una compañía que previamente había sido excluida del mercado mediante una operación de LBO o compra apalancada.

