



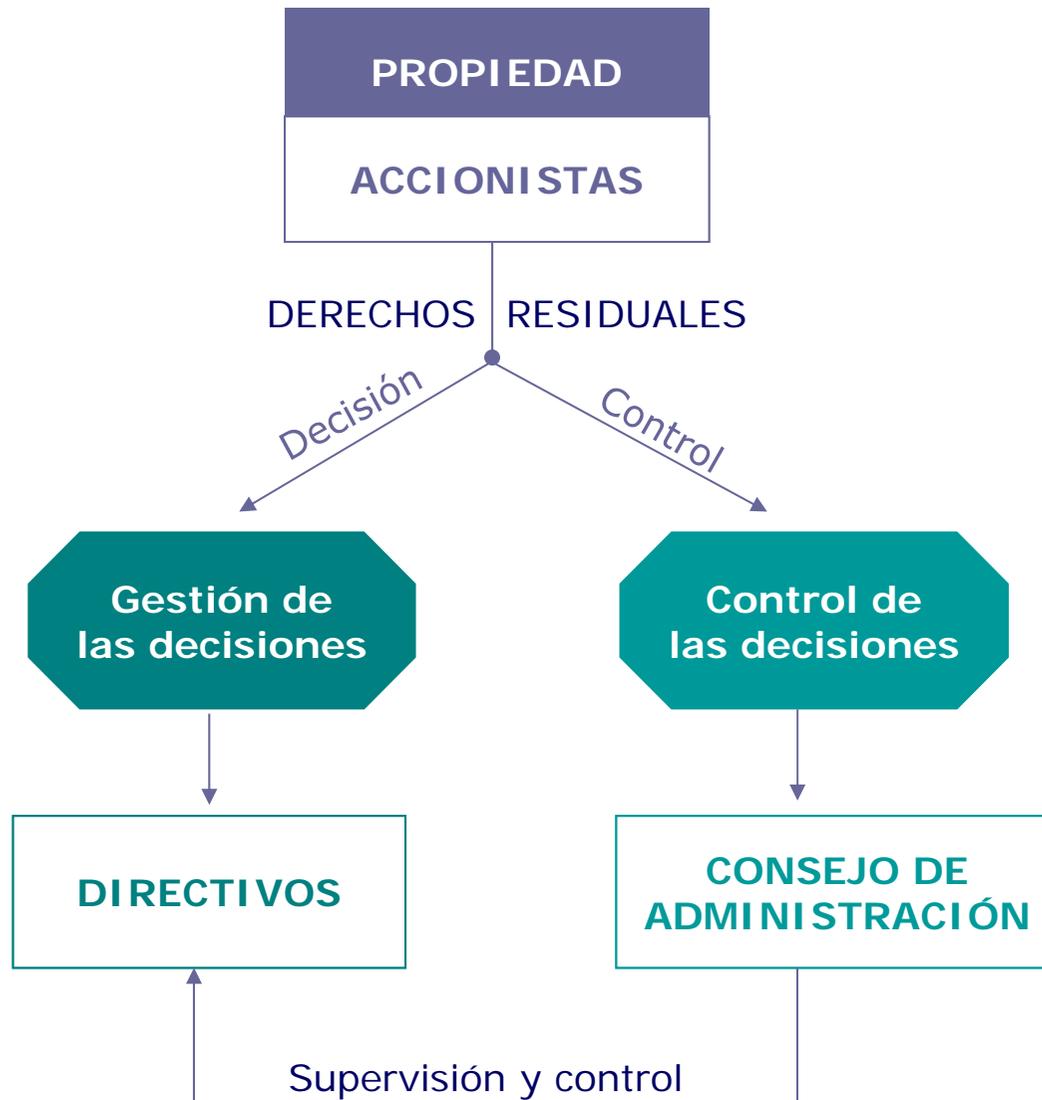


- **Antecedentes.**
- **El gobierno de la empresa**
- **Naturaleza del problema de gobierno.**
- **Soluciones: Mecanismos de gobierno.**
- **Problemas en la investigación empírica.**
- **Crisis financiera**
- **Líneas de investigación.**

LA NATURALEZA CONTRACTUAL DE LA EMPRESA



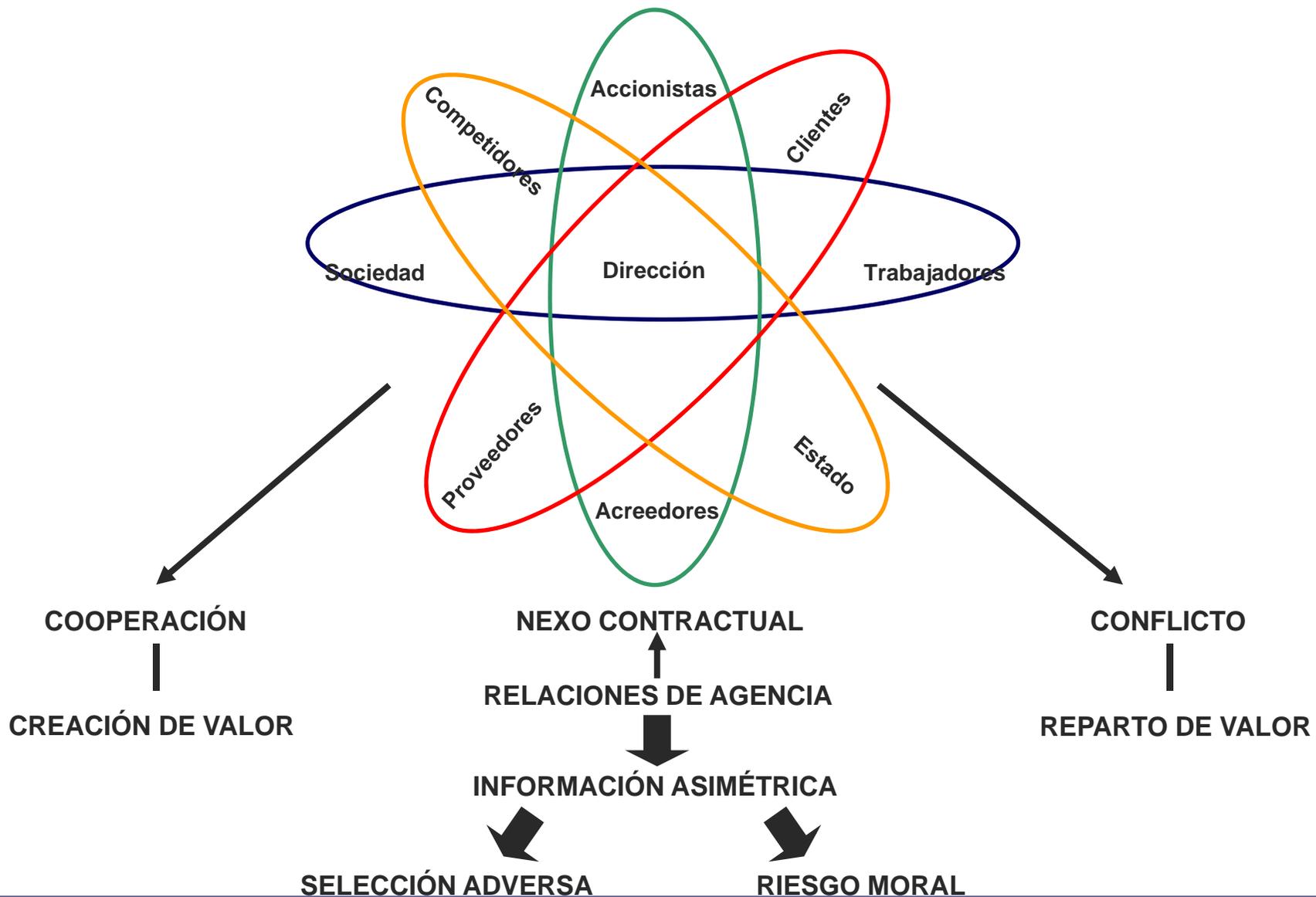
EL GOBIERNO DE LA EMPRESA: UN PROBLEMA DE AGENCIA



DERECHOS DE DECISIÓN Y CONOCIMIENTO ESPECÍFICO: EL GOBIERNO DE LOS PROBLEMAS



MÁS ALLÁ DE LA SEPARACIÓN PROPIEDAD-CONTROL. EL ENFOQUE *STAKEHOLDER*



¿EN QUÉ CONSISTE EL PROBLEMA DE GOBIERNO DE LA EMPRESA?

- Un problema de agencia:
 - “El gobierno de la empresa atañe a las formas en las que los oferentes de fondos se aseguran a sí mismos el logro de una corriente de renta sobre su inversión” (Shleifer y Vishny, 1999).
 - “El problema de credibilidad al que se enfrentan los empresarios y las empresas cuando intentan convencer a los inversores externos para que aporten fondos (Berglöf, 1997).
- Un problema de reparto de excedente:
 - “El gobierno corporativo puede definirse como el conjunto de mecanismos que condicionan la negociación `ex post´ sobre las `cuasi rentas´ generadas por la empresa.” (Zingales, 1998).
- Un problema de acción colectiva:
 - “El problema del gobierno de la empresa surge cuando un inversor externo quiere ejercer el control de manera distinta a cómo lo hace el `manager´ que dirige la empresa” (Becht, Bolton y Röell, 2002).
 - “El problema de cómo equilibrar los límites a la discrecionalidad gerencial con la protección a los inversores es parte esencial del problema de gobierno de la empresa.”

¿EN QUÉ CONSISTE EL PROBLEMA DE GOBIERNO DE LA EMPRESA?

- Mecanismos a disposición de los partícipes (financieros y no financieros) para garantizar que la dirección se comporta eficientemente en la creación (colaboración) y reparto (expropiación) del valor
 - Incentivos para crear valor
 - Control de las decisiones
 - Supervisión de la actuación
 - Garantías

SOLUCIONES DEL PROBLEMA DE GOBIERNO

Entre los mecanismos de control diseñados para resolver el problema de acción colectiva de los accionistas que plantea la separación de la propiedad y el control en la empresa, cabe destacar los siguientes:

- **Alineación de los intereses** de los accionistas y directivos mediante contratos de compensación a los ejecutivos.
- Elección de un **consejo de administración** que represente los intereses de los accionistas.
- Funcionamiento eficiente de un **mercado de control societario** (OPAS y tomas de control).
- Supervisión activa y continua de la dirección por parte de un accionista significativo (**Blockholder**).
- **Activismo institucional** mediante el control ejercido por bancos, fondos de pensiones, compañías de seguros y otras instituciones financieras.
- **Acciones legales** de los accionistas dirigidas a bloquear decisiones de los directivos contrarias a sus intereses o a reclamar indemnizaciones por decisiones pasadas.

ALINEACIÓN DE INTERESES

- **Alineación de los intereses** de los accionistas y directivos mediante contratos de compensación a los ejecutivos.
- Referencias: Baker, Jensen y Murphy (1988) JF
Pound (1988) JFE
Morck et al. (1988) JFE
Mcconnell y Servaes (1995)
Ortín (1997) REA
Galve y Salas (1993) IE
Rodríguez Sanz (1993)
Pindado et al. (2005) SMJ
- Hipótesis
 - Hipótesis de Convergencia
 - Hipótesis de Atrincheramiento
- Un apunte: la crisis y los salarios de los ejecutivos
 - Debate Bebchuk – Stulz. Testimony of Bebchuk before US Senate.

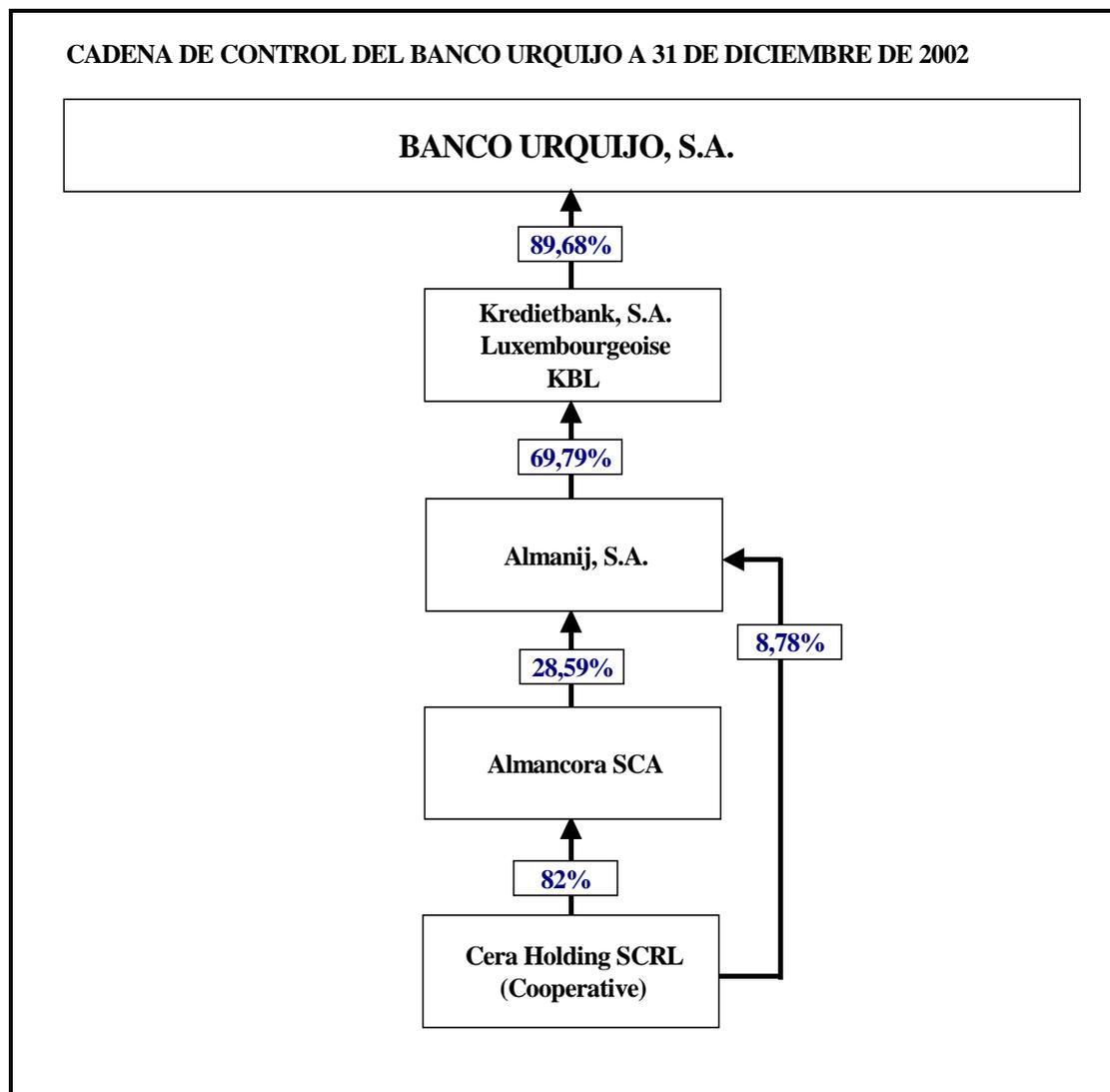
LA CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD

- El problema de la separación propiedad-control.
- Propiedad dispersa vs. propiedad concentrada.
- Marco institucional y legal, grado de protección de los inversores y estructuras de propiedad observadas.
- Concentración cuantitativa de la propiedad: La existencia de “blockholder”.
- Concentración cualitativa de la propiedad: La identidad del último propietario (ejemplo)
- ¿Cuál es la respuesta ante la crisis?

DERECHOS SOBRE CASH FLOW VS. DE CONTROL

Derechos sobre el cash flow:
20'16 %

Derechos de control
37'7 %



NATURALEZA DEL ACCIONARIADO

- La solución del problema de acción colectiva cuando existe un accionista significativo (**Blockholder**) con incentivos y capacidad.
- Las empresas **familiares** y el gobierno de la empresa (Villalonga y Amit)
- ¿Supervisan los **bancos**?
- El papel de los accionistas institucionales (voice and exit).
Reciente paper *The cost of activism*

CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

- **Vértice** de los sistemas internos de Gobierno (control)
- **Responsabilidad** fiduciaria con los propietarios (y con otros ...)
- El papel de los consejos ante la **restricción** del mercado de control corporativo.
- Los consejos son **ineficientes**: Lipton & Lorsch (1992), Jensen (1993), Yermack (1996), etc...
- Las **características** de los consejos podrían revelar los incentivos de los consejeros para realizar su función eficientemente (supervisión). Análisis de la función supervisora: **multitud de trabajos**.
- Impacto de los trabajos en el mundo empresarial desde 1992 (Cadbury)
- Problemas de información y análisis (simultaneidad)
- Otras funciones del consejo (advising)

ALGUNAS EVIDENCIAS EMPÍRICAS SOBRE EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

- El gobierno de la empresa como **pilar básico de la creación de riqueza** (la ruina del desgobierno).
- La dispersión de la propiedad engendra un “vacío de poder”.
- Los mecanismos de alineación de intereses crean nuevos problemas de incentivo (intenso debate: estructura más que cantidad).
- El control de los consejos de administración es insuficiente e inefectivo.
- El efecto disciplinario de las OPAS hostiles sobre la dirección es limitado.
- Concentración relativamente elevada de la propiedad en casi todos los países del mundo: accionistas significativos vs. accionistas minoritarios.
- Las entidades bancarias actúan como mecanismo disciplinario de la dirección.
- Las acciones legales de los accionistas tienen un mínimo efecto disciplinario sobre la posición de los directivos.
- Endogeneidad.

ENDOGENEIDAD, EQUILIBRIO Y GOBIERNO

Dos problemas comunes a muchos trabajos de gobierno:

Análisis *out-of-the-equilibrium* de la actividad de los consejos (y otros). Evolución de la investigación.

Regularidades empíricas persistentes que han conducido a destacar un grave problema empresarial.

De menos a más información en la investigación.

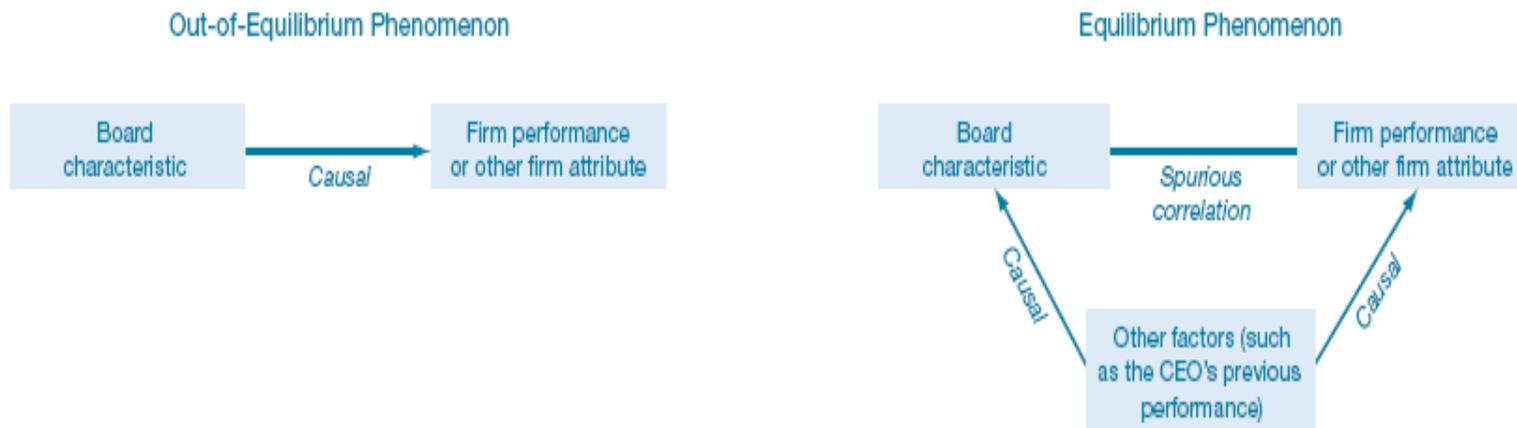
Cuestiones pendientes.

El problema de simultaneidad entre variables (H&W, 2003).

La endogeneidad: discusión teórica y/o empírica.

ENDOGENEIDAD, EQUILIBRIO Y GOBIERNO

EXHIBIT 1
Heuristic Illustration of the Distinction between Out-of-Equilibrium
and Equilibrium Explanations for Certain Empirical Results



ENDOGENEIDAD, EQUILIBRIO Y GOBIERNO

$$A_{t+s} = \alpha \cdot C_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$P_{t+s} = \delta \cdot A_t + \lambda_t \quad (2)$$

$$C_{t+s} = \beta \cdot P_t + \eta_t \quad (3)$$

$$P_{t+s} = \delta \cdot (\alpha \cdot C_t + \varepsilon_t) + \lambda_t \quad (4)$$

A: Acciones del consejo

C: Características del consejo

P: Performance

Estimadores

Error

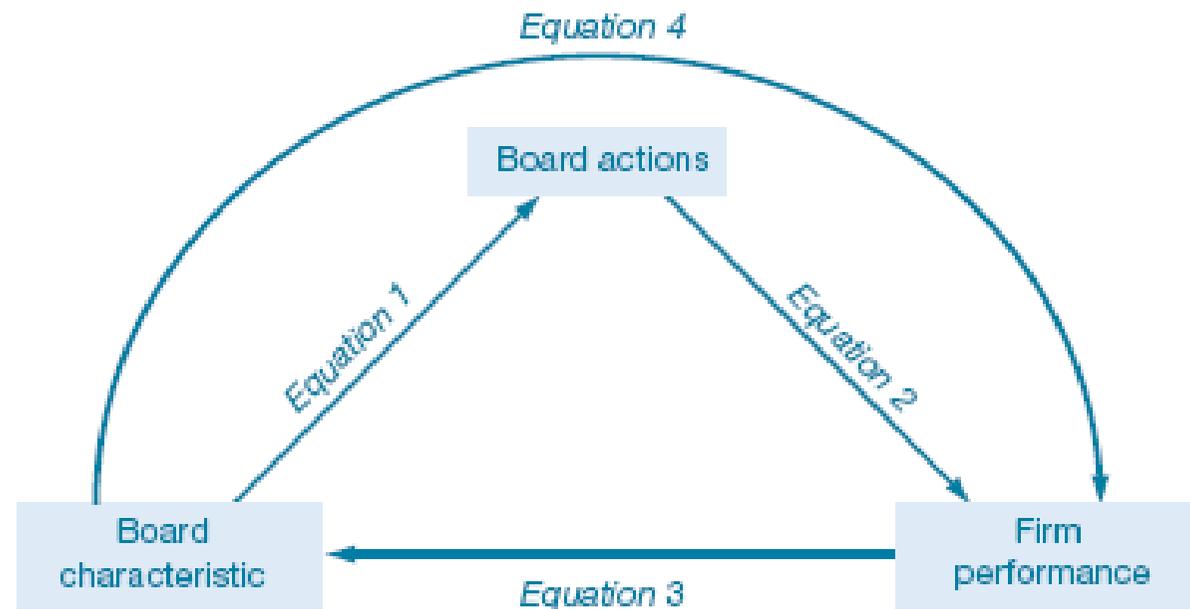
λ y C están correlacionados,
no son independientes

El regresor no es estocástico,
el residuo no es independiente,
por los que los estimadores
obtenidos son inconsistentes.

ENDOGENEIDAD, EQUILIBRIO Y GOBIERNO (H&W, 2003)

EXHIBIT 3

The Joint-Endogeneity Problem Plaguing Work on Boards of Directors



ENDOGENEIDAD, EQUILIBRIO Y GOBIERNO

$$A_{t+s} = \alpha \cdot C_t + \varepsilon_t$$

Weisbach, 1988: más independientes mayor rotación CEO

$$P_{t+s} = \delta \cdot A_t + \lambda_t$$

R & W, 1990: incorporación independientes mejores rds

$$C_{t+s} = \beta \cdot P_t + \eta_t$$

H & W, 1988; W, 1988; B & B, 2001: peores resultados, más independientes.

Vafeas (1999): peores resultados, más reuniones.

$$P_{t+s} = \delta \cdot (\alpha \cdot C_t + \varepsilon_t) + \lambda_t \quad (4)$$

LA INVESTIGACIÓN SOBRE EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

- DOS GENERACIONES DE INVESTIGACIÓN (Denis y McConnell, 2002).
- LA PRIMERA GENERACIÓN:
 - Réplica del modelo de investigación realizada en EEUU.
 - Análisis de los sistemas de gobierno de otros países (Alemania, Japón, Reino Unido).
 - Interés: Estructura de propiedad, comparación de los consejos de administración y distintos mecanismos de control externo.
 - Objeto: Influencia del mecanismo de control sobre la *performance* (el valor de la rentabilidad).
- LA SEGUNDA GENERACIÓN:
 - Contrapunto: El entorno legal e institucional.
 - Análisis comparado de los distintos regímenes legales y sistemas de gobierno.
 - Interés: El grado de protección legal de los inversores.
 - Objeto: Profundizar en el conocimiento de algunos mecanismos de control y de sus mutuas interacciones.
- ¿UNA TERCERA GENERACIÓN?
 - Gobierno cognitivo.
 - No sólo monitoring (el advising)
 - Endogeneidad: Búsqueda de hechos estrictamente exógenos (Unexpected deaths)