

M.<sup>a</sup> Belén Lozano García\*  
Alberto de Miguel Hidalgo\*  
Julio Pindado García\*

# EL CONFLICTO ACCIONISTA-DIRECTIVO: PROBLEMAS Y PROPUESTAS DE SOLUCIÓN

*En el presente survey se identifican los costes de agencia asociados al conflicto accionista-directivo y se analizan los mecanismos que contribuyen a la reducción del mismo. Tras delimitar seis problemas asociados a la relación entre dichos agentes empresariales, se describe la actuación de los mecanismos de control en la empresa y se analizan las interrelaciones existentes entre las soluciones propuestas para la resolución del conflicto de agencia entre la gerencia y los propietarios de la empresa.*

**Palabras clave:** economía de la empresa, control de gestión, personal directivo, consejo de administración, accionistas.

**Clasificación JEL:** G30, G34.

## 1. Introducción

El origen de los problemas de agencia en la empresa se encuentra en el fenómeno de la separación entre la propiedad y el control. Frente al enfoque clásico en el que no existe una clara especialización de funciones, con este fenómeno aparece un nuevo agente en la em-

presa (el directivo profesional) que detenta el control de los recursos empresariales y que posee un gran peso en la fijación de los objetivos de la empresa. Ello conduce a la separación de los agentes que soportan el riesgo y que poseen los derechos residuales de aquéllos que se ocupan de las funciones directivas.

Como consecuencia de dicha separación, aparece la divergencia de objetivos entre los accionistas y los directivos. La actuación del directivo y la eficiencia de sus decisiones se han venido estudiando tradicionalmente bajo el supuesto de que el accionista ejerce un alto control sobre las actuaciones del mismo, aunque compatible con la necesaria autonomía de acción. Sin embargo, para ciertos accionistas, ejercitar ese control puede su-

---

\* Universidad de Salamanca.

Los autores agradecen los comentarios realizados por el evaluador anónimo de la revista, cuyo análisis riguroso ha permitido mejorar notablemente el presente artículo. También agradecen la ayuda financiera facilitada por el DGI (Proyecto BEC2001-1851) y la Junta de Castilla y León (Proyecto SA 033/02).

Fecha de esta versión: 23-05-2003.

poner un coste de oportunidad grande en cuanto a que su interés por participar en la financiación de la empresa reside únicamente en el atractivo de la inversión; si a este coste se le añade la responsabilidad limitada que posee el accionista respondiendo únicamente con el valor de su participación, puede surgir un deseo por parte de los accionistas de comportarse como *free-riders*, lo que traerá como consecuencia su desinterés por llevar a cabo el control. Asimismo, la elevada dispersión del capital puede agudizar el hecho de que los propietarios no tengan suficiente incentivo para dedicar recursos sustanciales necesarios para controlar el comportamiento directivo (Grossmann y Hart, 1980).

Por lo tanto, tiene interés estudiar las peculiaridades relacionadas con el conflicto existente entre la dirección y los accionistas, el cual implica serias discrepancias que se traducen en costes de agencia y que pueden contribuir negativamente a la valoración de la empresa en el mercado. Así, este trabajo analiza de forma estructurada los principales problemas, soluciones e interrelaciones que surgen en el seno del conflicto accionista-directivo. Con ello pretendemos que quede abierto un nuevo campo de análisis empírico para futuras investigaciones que contribuyan a arrojar luz acerca del efecto que ejerce el citado conflicto y sus diversas soluciones sobre el valor de la empresa. Para cumplir este objetivo, seguiremos el Esquema 1, identificando los problemas y las soluciones asociados al conflicto accionista-directivo en un marco en el que las actuaciones directivas (eficientes o ineficientes) contribuyen a la valoración de la empresa en el mercado.

De esta manera, primeramente se identifican los problemas de riesgo moral asociados al conflicto accionista-directivo y relacionados con comportamientos directivos ineficientes tales como el esfuerzo insuficiente, el reparto del *cash flow* libre, el riesgo, la miopía directiva, la seguridad en el empleo y la búsqueda de los intereses privados. Para alinear las diferencias de intereses entre la propiedad y la gestión, es necesario instrumentar mecanismos de control que permitan a la empresa alinear el comportamiento directivo y proporcionen un sistema de

alarma que permita a la organización no alejarse del objetivo de maximización del valor empresarial. Por ello, en segundo lugar, se refieren los mecanismos de la actuación del consejo de administración, el empleo de los dividendos y la deuda, las compensaciones directivas, la participación de la gerencia en el capital, la concentración de la propiedad, los mercados de productos, de trabajo de los directivos y de control empresarial. Por último, se analizan las interrelaciones existentes entre las soluciones propuestas para mitigar el conflicto de agencia entre la gerencia y los propietarios de la empresa. El resto del trabajo se estructura como sigue: en el siguiente apartado se describe el conflicto de agencia mencionado analizando en qué aspectos se manifiesta la divergencia de intereses entre los agentes involucrados. A continuación, analizamos los mecanismos que contribuyen a la alineación de los intereses directivos y accionariales. En el cuarto epígrafe comentamos las interrelaciones existentes entre los mecanismos mencionados, para finalizar en un último apartado con una breve conclusión.

## 2. Problemas de agencia en la relación accionista-directivo

El conflicto entre los accionistas y los directivos genera costes de agencia que se manifiestan mediante unos problemas de riesgo moral asociados a diversas actuaciones directivas ineficientes que conducen a una minoración del valor de la empresa en el mercado. En concreto, se han identificado seis problemas de agencia existentes en la relación accionista-directivo<sup>1</sup>:

### Esfuerzo insuficiente o *shirking*

El problema del *shirking* en la empresa se basa en la tendencia natural del directivo a poner menos empeño

---

<sup>1</sup> No obstante, existen otras clasificaciones alternativas como, por ejemplo, la de TIROLE (2001), que agrupa en cuatro categorías los problemas de agencia en la relación accionista-directivo (esfuerzo insuficiente, inversiones extravagantes, estrategias de «trinchera» y la búsqueda de los intereses privados).

en su trabajo (por tanto, menor esfuerzo para crear valor) de lo que el accionista espera de él. Se manifiesta en aspectos tales como elusión de responsabilidades, dejación o incumplimiento de funciones, etcétera. Así, la dirección puede dedicarle menos esfuerzo del que debiera a tareas no tan agradables para ella (como buscar el proveedor óptimo o realizar un adecuado seguimiento de los subordinados) y, sin embargo, involucrarse en otras actividades alternativas. Como veremos, el límite de esta actuación (o de otras igualmente ineficientes) se sitúa en el momento en el que la dirección se esfuerza tan poco y actúa tan ineficientemente que llega a arriesgar su propio salario, sus oportunidades de promoción, o simplemente, su estabilidad en el puesto de trabajo.

### El *cash flow* libre

El valor de la empresa en el mercado depende en buena medida del empleo que haga la dirección del *cash flow* libre, es decir de la decisión de retener o distribuir el mismo. La dirección preferirá acudir a la autofinanciación en lugar de emprender nuevas emisiones de capital o de deuda, pues no deseará ni someterse al control de los mercados de capitales ni incrementar la probabilidad de fracaso en la empresa. El accionista, en cambio, preferirá que el *cash flow* no sea retenido y le sea reembolsado en forma de dividendos. Por lo tanto, como se observa, el reparto del *cash flow* libre puede enfrentar a la dirección con los propietarios de la empresa y, como consecuencia, dar lugar a un problema de sobreinversión, enfatizado por Jensen (1986a) con su teoría del *cash flow* libre. Según ésta, el conflicto entre accionistas y directivos surge cuando la empresa genera una cantidad sustancial de *cash flow* superior al necesitado para financiar todos los proyectos de inversión con valor capital positivo<sup>2</sup>. Éste es el caldo de cultivo

que conduce a los directivos en ocasiones a invertir el *cash flow* libre en procesos de diversificación o de crecimiento externo, aunque con ello no se incremente el valor de mercado de la empresa.

### La miopía directiva

El objetivo de los propietarios es maximizar el valor de la empresa a largo plazo en el mercado. Para cumplirlo, el accionista concibe la empresa y su generación futura de *cash flow* desde una perspectiva temporal amplia. Sin embargo, la actuación de los directivos en ocasiones es miope. Es decir, las decisiones de la gerencia no vienen determinadas por el largo plazo, sino que ésta tiene muy en cuenta el plazo temporal que va a permanecer en la empresa y las compensaciones que obtendrá. De ahí que el directivo prefiera emprender proyectos cuyo coste sea reducido y cuyos beneficios se realicen lo antes posible (preferencia por la resolución), frente a inversiones más costosas y beneficiosas en un largo plazo (preferencia de los propietarios). Y de ahí también que tal diferencia de intereses se incremente cuando el retiro del directivo en la empresa esté próximo.

Así, ante el respeto que le supone al directivo la reacción a corto plazo del mercado, éste puede favorecer la realización de proyectos con valor actual reducido pero que den lugar a flujos cercanos en el tiempo o rechazar proyectos muy rentables en el futuro que no reflejen claramente beneficios inmediatos en los mercados de capitales (Byrd *et al.*, 1998). En efecto, el problema de la miopía directiva se agudiza cuando los mercados de capitales tardan en reconocer el verdadero valor de los nuevos proyectos de inversión. De esta manera, los directivos pueden tomar decisiones contrarias a los intereses accionariales, incrementando los costes de agencia en la empresa. Por lo tanto, este fenómeno de mio-

<sup>2</sup> Recordemos en este sentido cómo el directivo tiende a introducir distorsiones en la inversión para mejorar su reputación tales como la propensión a la visibilidad, preferencia por la resolución, evitación del riesgo, comportamiento en «manada» y mantenimiento de proyectos de

inversión con valor capital negativo (LOZANO, MIGUEL y PINDADO, 1998).

pía directiva influirá negativamente en la valoración que realice el mercado de la empresa<sup>3</sup>.

## El riesgo

Los accionistas y los directivos también poseen diferente concepción del riesgo en la empresa, por lo que este factor también contribuirá a agudizar el conflicto de agencia que estamos tratando. Los directivos consideran especialmente este aspecto ya que ven directamente reflejado en él sus intereses en la empresa. Así, los beneficios que obtiene la gerencia en la empresa (el sueldo, su empleo actual y futuro, las acciones u opciones que posee...) dependen fundamentalmente del éxito que alcance la misma, sobre todo en aquellos casos en los que su capital humano es muy específico o posee una elevada participación en la empresa (Wright *et al.*, 1996). Por lo tanto, el riesgo que asume el directivo es elevado y su actuación está condicionada hasta tal punto que su permanencia en el puesto de trabajo puede depender de la buena marcha de la empresa.

Por ello, el directivo puede tomar determinadas decisiones en materia de política de inversión y de financiación basándose en el riesgo que esté dispuesto a asumir. Así, la dirección puede, por ejemplo, elegir un menor endeudamiento para la empresa (reduciendo la probabilidad de fracaso) o repartir pocos dividendos (para así financiar los proyectos internamente y evitar nuevas emisiones de capital) o diversificar la cartera de negocios de la empresa mediante procesos de fusión. Estas decisiones, por lo tanto, no se basan en la búsqueda de una mayor eficiencia, sino en los intereses de los directivos. No obstante, pueden darse situaciones en las que la dirección, por el contrario, no sea tan conservadora y asuma riesgos excesivos. Ello sucede en aquellos casos en que su gestión no ha sido eficiente y,

ante el temor de ser relevada, desea satisfacer y ofrecer buenas noticias a los accionistas (*gamble for resurrection*) (Tirole, 2001).

Los accionistas, en cambio, independientemente de su propensión al riesgo, estarán siempre dispuestos a emprender proyectos más arriesgados que los que desearía la dirección porque ellos pueden diversificar a través de su propia cartera. De esta manera, si el accionista ha diversificado correctamente su cartera, el único riesgo que soportará será el sistemático.

## La seguridad en el empleo

El contrapunto del riesgo asumido por la gerencia es la seguridad del directivo en su puesto de trabajo. Las decisiones que tome la dirección no deben sobrepasar ciertos límites ya que si ésta actúa ineficientemente pone en peligro su estabilidad en el puesto de trabajo. Además, para la empresa, la pérdida del capital humano que supone el relevo en la gestión, puede ser un gran inconveniente ya que la adaptación y la formación del nuevo directivo conlleva un coste elevado. Por ello, la empresa intentará evitar el cambio de la gerencia siempre que el coste de la ineficiencia directiva sea menor que el coste que supone un relevo en la gestión.

Como consecuencia, los directivos tendrán cierto margen de seguridad en sus puestos de trabajo. De un lado, la empresa soportará costes derivados de una gestión directiva poco eficiente debido a la imposibilidad de evaluar ésta a corto plazo ya que la medida del éxito de un CEO (*chief executive officer*) es fundamentalmente el valor a largo plazo de la empresa. De otro lado, recordemos que la dirección puede llevar a cabo ciertas acciones con el fin de asegurar su puesto de trabajo, a pesar de que esta actuación vaya en detrimento del objetivo de los accionistas. Así, la gerencia puede invertir en actividades específicas, estrechamente ligadas a sus habilidades y conocimientos, de manera que ésta sea una forma de presión para conseguir mayores compensaciones, o simplemente, mayor discrecionalidad en sus decisiones y seguridad en el empleo (Shleifer y Vishny, 1989). En estos casos, el hecho de pro-

---

<sup>3</sup> Este fenómeno de miopía directiva depende de países y situaciones económicas; así, HALL y WEINSTEIN (1996) indican que las empresas estadounidenses sacrifican más los objetivos a corto plazo en tiempos de crisis financieras que las empresas japonesas.

mover un cambio directivo, incrementaría considerablemente los costes en la empresa. Además, en muchas ocasiones y, ante el temor de ser sustituido, el directivo sigue un comportamiento en «manada» (*herd behavior*) de manera que toma las decisiones que la mayoría de los directivos están llevando a cabo, en lugar de tomar las decisiones óptimas para la empresa con base en la información privada que posee. Esto supone, en definitiva, un coste implícito para la empresa derivado del mantenimiento del empleo y de las ineficiencias de la gerencia.

Por su parte, el relevo en la gestión acarrea también problemas para el directivo ya que cuando aquél se produce, el coste de su ineficiencia se traduce fundamentalmente en la dificultad para encontrar empleo *a posteriori*, o, en el caso de los consejeros no eficientes, en el hecho de permanecer en el consejo de administración o de tener la posibilidad de llegar a ser *outsider* de otras empresas.

Por todo ello, las tasas de rotación de los directores generales suelen ser reducidas y dichos cambios directivos parecen estar relacionados con una gestión previa mediocre. En concreto, Weisbach (1988) señala que es doblemente probable que los máximos ejecutivos de las empresas del grupo del 10 por 100 con menor rendimiento de las acciones, abandonen sus puestos, en comparación con los directores de las empresas que figuran en el 10 por 100 superior (probabilidad del 6,1 por 100 de abandono directivo frente 3,1 por 100 para las empresas con mejores resultados). Por su parte, Warner, Watts y Wruk (1988) señalan al respecto que estos resultados son más significativos cuando la rotación probablemente haya tenido un carácter hostil o forzado.

### Intereses privados

Otro punto de divergencia entre la dirección y la propiedad es el distinto uso de los activos que hacen ambos agentes empresariales. De hecho, la dirección puede emplear inadecuadamente los activos de la empresa, por ejemplo, consumiendo *perquisites* y, por tanto, gastando más de lo que al accionista le gustaría. Enten-

demos por *perquisites* aquellos consumos extraordinarios con carácter discrecional y normalmente no pecuniarios en los que se utilizan recursos superiores a los deseados por los accionistas, tales como el empleo de los coches de la empresa, la pertenencia a un club, el incremento del tamaño empresarial por encima del óptimo para obtener mayor prestigio profesional, la posesión de un *staff* sobredimensionado, etcétera.

Así, mientras la dirección solo asume parte de estos costes por su participación en el capital, se beneficia de la totalidad de las actividades que emprende. Y es que mientras para el accionista la posesión del capital de la empresa es claramente una forma de inversión en la misma, para el directivo, en cambio, la propiedad de la empresa es sólo una pequeña parte en su relación con la organización. Éste tiene además otros lazos de interés con la empresa como el salario que recibe, el reconocimiento en su trabajo, los *perquisites* y el desarrollo de su capital humano (Byrd *et al.*, 1998). Puesto que el directivo se beneficia de todos estos aspectos, protegerá también dichas fuentes de beneficios empresariales y no sólo la participación en el capital. Por eso, es posible que los directivos, además de los mencionados consumos de *perquisites*, intenten asegurar su sucesión en el puesto (con una persona de confianza) de forma que no se cuestione su gestión previa; o seleccionen entre distintas alternativas a un proveedor cercano a ellos; o incluso, en el límite, lleguen a realizar actividades ilegales como las relacionadas con la negociación de información privilegiada.

Por último, antes de finalizar con este epígrafe, hemos de recordar brevemente la dificultad que supone evaluar la gestión directiva en muchas ocasiones. En efecto, es muy difícil medir el impacto que suponen las desviaciones de la actuación directiva sobre el valor de la empresa (elección de actividades que reduzcan el riesgo de la dirección, elección de proyectos con VAN negativo...), por lo que también es muy difícil su control. Otras veces, los directivos simplemente se equivocan en la toma de decisiones, como sucede cuando se eligen ciertos proyectos de inversión que *a posteriori* no ofrecen los resultados esperados. Si además los pro-

yectos de inversión tardan en dar sus frutos o en ser reconocidos por los mercados de capitales, el problema de controlar la actuación directiva se agudiza. En estos casos, el directivo está incentivado a dilatar el reconocimiento de su error y puede mantener proyectos de inversión negativos.

Realmente es muy difícil discernir si los directivos están cometiendo errores o si son ineficientes. Por una parte, hasta que no transcurre un tiempo prudencial no se puede evaluar la gestión del agente (y ésta, además, debe ser evaluada a largo plazo). Por otra parte, es casi imposible que los miembros *outsiders* de la empresa (al ejercer el control directivo) tengan conocimiento de los proyectos que barajó la dirección cuando tomó la decisión acerca de un determinado proyecto de inversión, por lo que carecen de elementos fiables para evaluar la gestión directiva. Por todo ello, ante la existencia de ciertos *shocks* de carácter exógeno que dificultan la evaluación directiva, se proponen dos sistemas de evaluación: el sistema de evaluación relativa (*relative performance evaluation*) y el sistema de evaluación conjunta (*joint performance evaluation*). En ambos la compensación de la gerencia está basada en medidas de *performance* relacionadas con el resto de las empresas del mercado o del sector al que pertenece la empresa, más que en medidas absolutas del rendimiento de la empresa<sup>4</sup> (Holmström, 1982; Baker, Jensen y Murphy, 1988; Gibbons y Murphy, 1990; Che y Yoo, 2001).

### 3. Soluciones a los problemas asociados al conflicto accionista-directivo

Los problemas que hemos identificado en la relación accionista-directivo originan unos costes de agencia

que, en última instancia, los soporta el accionista. Por lo tanto, son estos últimos los que deben de tomar las medidas necesarias para mitigar los problemas mencionados. Para ello, la literatura económica ha propuesto una serie de alternativas cuyo objetivo básico es proporcionar un sistema de alarma que permita a la empresa no alejarse de sus objetivos prioritarios. De esta manera, veremos a continuación (véase la parte inferior del Esquema 1) algunos de los mecanismos de control que merecen especial atención.

#### El consejo de administración

El mecanismo de control interno por excelencia que posee la empresa es el consejo de administración. Este órgano es el encargado de conducir la empresa, de ratificar y verificar las decisiones importantes de la misma y de evitar comportamientos oportunistas, con el fin de lograr un control efectivo en la empresa. El consejo de administración es el principal encargado de controlar al directivo en sus funciones ya que es el órgano que garantiza los derechos de los accionistas y, además de otras funciones, detenta la decisión final sobre la discrecionalidad que se ha de conceder al CEO.

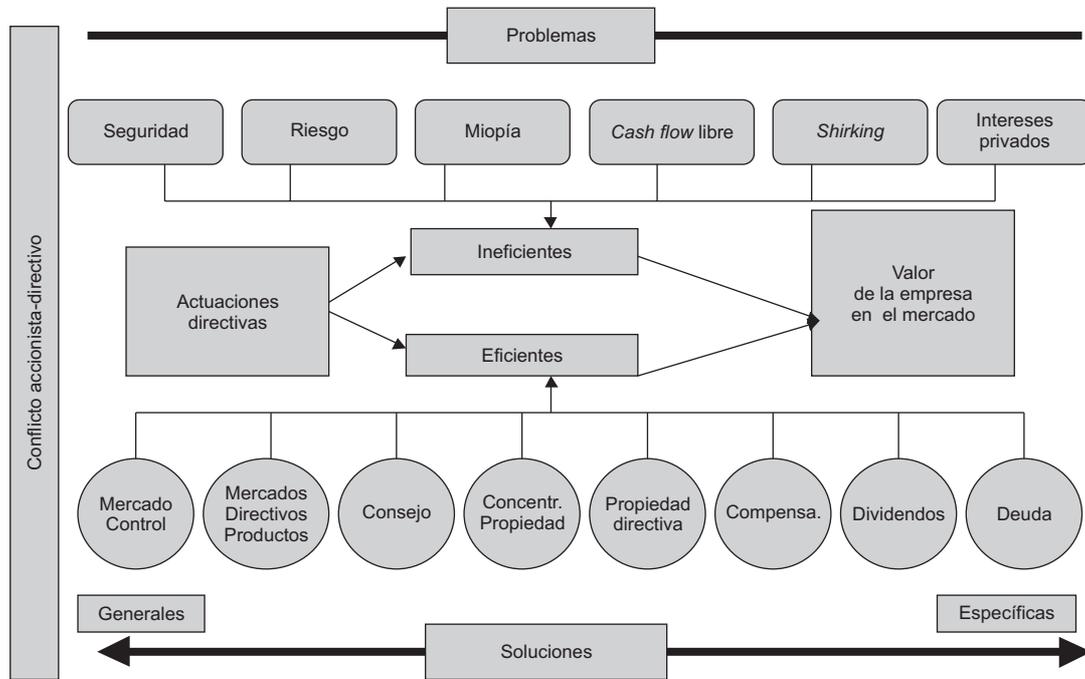
El papel que desempeña como mecanismo de control va dirigido a la selección de la dirección adecuada para la empresa, la supervisión de su gestión y la evaluación y compensación de la misma con el fin de proteger en todo momento los intereses de los accionistas. De hecho, el Código de Olivencia (en España) propone el funcionamiento del consejo a través de comisiones, como la comisión ejecutiva, la comisión de auditoría y cumplimiento y la comisión de nombramientos y retribuciones. El control activo que mantenga el consejo viene determinado por la presión que sobre él ejercen los inversores institucionales (a través de sus consejeros independientes), los inversores activos o empresas que amenazan con tomar el control, los tribunales (cuyas decisiones incentivan a responsabilizarse del papel de los inversores) y los códigos de buen gobierno que promueven cambios en el seno de las empresas (Cuervo, 2002).

---

<sup>4</sup> El aspecto que los diferencia radica en el esquema de compensación, si éste está o no ligado a las medidas de rendimiento establecidas y de qué manera lo hace. El primero, el sistema de evaluación relativa, penaliza a un agente cuando su rendimiento se sitúa en la media, mientras que el sistema de evaluación conjunta, por el contrario, lo premia.

ESQUEMA 1

EL CONFLICTO ACCIONISTA-DIRECTIVO: PROBLEMAS Y PROPUESTAS DE SOLUCIÓN



La eficiencia del consejo de administración depende del tamaño y de la composición del mismo. El tamaño del consejo parece estar relacionado negativamente con el valor empresarial en países tanto de corte anglosajón como de corte continental (Andrés *et al.*, 2000; Kini *et al.*, 1995). No obstante, algunos estudios sugieren relaciones no lineales (Fernández *et al.*, 1998b). Por su parte, la composición del consejo de administración vendrá determinada por su accionariado y por la concentración de la propiedad que posea la empresa. El porcentaje de consejeros externos e internos del mismo (según su participación más o menos activa en la dirección de la empresa) determinará el mayor o menor control del oportunismo. Ahora bien, los internos, al igual que el directivo de la empresa, pueden seguir o no los objetivos de los accionistas. Si los siguen, no existirá

conflicto y el control del consejo será eficiente, pero si no es así, el *insider* también apoyará la actuación ineficiente del directivo en cuyo caso habría que intentar optimizar la composición de los consejos. El control, por tanto, será eficiente cuando realmente los accionistas supervisen a los directivos mediante el consejo de administración, ya que si este último tiende a ser capturado por los directivos, dicho control puede resultar ineficiente. En general, cuanto más grande sea la proporción y mejores atributos posean los *outsiders* (quienes defienden los intereses accionariales), más efectivo será el control del oportunismo (Fama y Jensen, 1983b). En este sentido, es de destacar el papel relevante que juegan los *outsiders* sobre el control directivo en la empresa como consejeros que realizan juicios independientes acerca de la gestión de la empresa. De esta manera, los

intereses de los accionistas están salvaguardados<sup>5</sup>. Por otra parte, parece comprobado que, cuando los altos directivos son reemplazados, el valor de la empresa se incrementa si existe presencia de *outsiders* en el consejo de administración (especialmente si la gerencia era ineficiente en su gestión)<sup>6</sup>.

Por último señalar que, además de este control activo que hemos descrito, existe otro tipo de control, el denominado «control especulativo» que es ejercido por grupos externos a la empresa como son los analistas de títulos, acreedores a corto plazo o agencias de tasación. Los analistas de títulos actúan (en algunos países de influencia anglosajona) como elementos que reducen los costes de agencia asociados con la separación entre propiedad y control, contribuyendo a motivar a la dirección y, como consecuencia, a mejorar los resultados de la empresa (Moyer, Chatfield y Sisneros, 1989). En lo básico, el efecto de control que ejercen los analistas puede asimilarse al de las agencias de calificación (Wakeman, 1981) o al papel desempeñado por los consejeros externos (Fama, 1980). Es decir, el efecto de la actividad de los analistas está relacionado con la denominada «calidad percibida de la empresa». Así, la

identificación del riesgo de la empresa, el efecto de los gastos en investigación y desarrollo y las oportunidades de crecimiento futuras están asociadas positivamente con el número de analistas que siguen a la empresa (Chung y Jo, 1996). No obstante, aunque su influencia es importante, no parece que lo sea por igual para todas las empresas ya que algunas son ignoradas por los analistas mientras que otras están en su punto de mira en todo momento (Doukas, Kim y Pantzalis, 2000).

### Los dividendos

Como se analizó previamente, ante el problema existente en relación con la distribución del *cash flow* libre en la empresa, la dirección estará inclinada a restringir la política de dividendos con el fin de disponer de mayores fondos retenidos para usarlos discrecionalmente. En cambio, los accionistas prefieren que se repartan esos fondos como dividendos y ser ellos mismos los que decidan en qué inversiones emplearlos de manera que así se disminuya la discrecionalidad directiva. De ahí que, como señala Jensen (1986a), para minimizar el conflicto de agencia y, por lo tanto, maximizar el valor de la empresa, el pago del *cash flow* libre deba dirigirse a los accionistas.

Pero además, otros dos factores alientan a los agentes a utilizar la política de dividendos: el incremento del recurso a los mercados de capitales y la reducción de los costes de agencia del capital ajeno. En efecto, con el reparto de dividendos, las empresas se ven obligadas a acudir en mayor medida a los mercados de capitales con el fin de obtener financiación para los proyectos de inversión. De esta manera, cuando la empresa demanda fondos en el mercado, también se somete al control que ejercen los mercados de capitales porque los nuevos proveedores de capital examinan la evolución y el funcionamiento de la empresa y controlan a la gestión (Easterbrook, 1984; Rozeff, 1982). Además, si en estos casos se incrementa el capital en la empresa, con la consiguiente estabilidad de la deuda emitida, también se reducen los costes de agencia del capital ajeno.

---

<sup>5</sup> Sin embargo, como argumentan AGRAWAL y KNOEBER (1996), algunos resultados empíricos no confirman esta predicción. Quizá sea debido a que los *insiders*, cuando actúan como verdaderos agentes del accionista, tienen razones para reemplazar a aquellos CEO cuyo objetivo no se relaciona con los resultados empresariales y además, disponen de mejor información acerca de la veracidad de dichos resultados. Los miembros *outsiders*, en cambio, a veces entran a formar parte del Consejo por razones políticas (defensores del medio ambiente, representantes de los consumidores) y pueden enfocar sus objetivos hacia el corto plazo. Por ello, algunas veces los *outsiders* no representan los intereses de los accionistas mejor que los *insiders*. Esto puede ocurrir también cuando el CEO domina la elección de consejeros (por ejemplo, los *outsiders*). En estos casos, se puede reducir la independencia del *outsider* porque éste apoyará las decisiones del CEO, bien porque tema las represalias de este último, o bien, porque el *outsider* como experto en una pequeña faceta empresarial, no se siente cómodo relevando al CEO en una materia ajena a su área de conocimiento (BYRD *et al.*, 1998).

<sup>6</sup> En España, existe una proporción considerable (una media de 69 por 100 según FERNÁNDEZ *et al.*, 1998a, y de 76 por 100 en el estudio de GISPERT, 1998) de consejeros externos sobre el total de los miembros del Consejo (aunque éstos no son realmente independientes según las prescripciones del Código de Olivencia).

Por lo tanto, el dividendo mitiga el problema de la aversión al riesgo de la dirección, ejerce una función de supervisión sobre la gerencia y reduce los problemas de agencia entre accionistas y obligacionistas. No obstante, hay que señalar que el dividendo puede resultar un mecanismo más laxo que la deuda (que comentamos a continuación) para limitar el *cash flow* disponible por los directivos porque en el reparto de dividendos no existe la obligación contractual que sí incorpora la deuda<sup>7</sup>.

### La deuda

Como ya sabemos, la emisión de deuda incrementa la probabilidad de fracaso en la empresa. En estas circunstancias, la dirección preferirá limitar el empleo de la deuda con el fin de asumir un menor riesgo. Con ello, por una parte, la gerencia podrá disponer de mayores fondos retenidos para usarlos discrecionalmente y, por otra, reducirá la probabilidad de perder su puesto de trabajo.

Sin embargo, cuando se emite deuda en la empresa, el margen de maniobra de los directivos disminuye porque este mecanismo les obliga a desprenderse de fondos que de otro modo retendrían. Con ello, se reducen los costes asociados al *cash flow* libre. Además, este mecanismo reporta también otros beneficios a la empresa. Por una parte, se incrementa la exposición de los directivos a las fuerzas del mercado al someterse la empresa al control de los mercados de capitales. De otro lado, ante la emisión de deuda, la necesidad de acudir a emisiones de capital podría disminuir, lo que permitirá mantener el porcentaje de propiedad directiva. Asimismo, como el endeudamiento aumenta la probabilidad de quiebra, y este hecho amenaza a los intereses de la dirección, cuando la gerencia opta por este mecanismo,

se compromete más intensamente con la empresa, modificando su esquema de incentivos, emprendiendo políticas de inversión óptimas y obligándose a actuar en interés de los accionistas (Harris y Raviv, 1991).

Por todo ello, el endeudamiento reduce los costes de agencia del *cash flow* libre y no sólo permite el crecimiento de la empresa sin que se diluyan los incentivos de la dirección, sino que también obliga a la dirección a actuar en interés de los accionistas. Obsérvese también que la deuda puede ser un buen sustituto de los dividendos ya que el poder disciplinario que se ejerce en ambos casos obliga a los directivos a maximizar el valor de la empresa.

Sin embargo, debe tenerse en cuenta que la emisión de deuda crea en la empresa un conflicto adicional entre accionistas y obligacionistas pudiendo originar un problema de sustitución de activos. En este caso el accionista expropia la riqueza al obligacionista como consecuencia del riesgo excesivo que se asume. Ante este incremento de los costes de agencia del capital ajeno es previsible que el nivel de deuda que elija la empresa sea inferior al óptimo, en cuyo caso se propone el empleo de la deuda convertible (John y John, 1993). Mediante la emisión de deuda convertible en acciones, los directivos garantizan el pago de los futuros flujos de caja de modo que el dividendo simple no aumente. Así, los acreedores tienen el derecho de liquidar la empresa con sus activos en el caso de que los directivos no cumplan su promesa de pagar los intereses y el principal.

### Las compensaciones directivas

Otra manera de solucionar la divergencia de intereses entre la dirección y los accionistas consiste en la correcta instrumentación de la compensación al directivo. Los sistemas de compensación se basan en la estimación del rendimiento del agente contratado<sup>8</sup>. Con ello se con-

<sup>7</sup> Merece la pena señalar la relevancia de la política de dividendos en la resolución de los problemas de agencia como se manifiesta en LOZANO, MIGUEL y PINDADO (2001) donde se obtiene evidencia empírica, no sólo de la eficiencia de este mecanismo en la reducción del conflicto de agencia entre los directivos y los accionistas en el ámbito de las empresas reguladas, sino también en la reducción del conflicto de agencia entre los accionistas y el regulador.

<sup>8</sup> Sin embargo, una crítica reciente que se le hace a los sistemas de compensación en España es la ausencia de límite legal establecido. En

sigue incentivar a la gerencia hacia la creación de valor empresarial, de forma que se consiga o retener al directivo que sea eficiente o atraer a otros cuyo nivel de eficiencia sea superior.

Entre las políticas de compensación podemos destacar los pagos aparte del salario normal (*bonus*), los incentivos a largo plazo (en función de los resultados en muchas ocasiones) y las compensaciones basadas en acciones (Gaver y Gaver, 1995). Se trata de incentivos o sistemas compensatorios complementarios en los que se incrementa la preferencia del directivo por el beneficio a corto plazo (*bonus*) o por el beneficio a largo plazo (acciones)<sup>9</sup>.

Jensen (1994) propone la vinculación de las bonificaciones de la empresa a los aumentos del valor de las acciones. Con ello se premia a la gerencia por el incremento de riqueza que han percibido los accionistas, se incentiva al directivo a desempeñar una gestión eficiente, se resuelven las diferencias temporales entre agente y principal y se mitiga el problema del riesgo (Guay, 1999; Mehran 1995). De esta manera, la dirección puede recibir acciones u opciones sobre acciones. Ambas formas de compensación tienen efectos parecidos y por eso pueden tener un efecto sustitutivo. Sin embargo, como las opciones premian a los ejecutivos, pero a la vez no penalizan a los mismos ante reducciones en la riqueza de los accionistas, los directivos estarían dispuestos a asumir más riesgo en la empresa cuando tienen opciones que cuando poseen acciones. Por eso, la tenencia de acciones debería ser el incentivo empleado cuando el riesgo de la empresa es elevado y el pago de opciones sobre

acciones cuando estemos ante empresas con niveles reducidos de riesgo. En este sentido, Sanders (1999) ha observado que la participación de los directivos en la propiedad tiene efectos positivos sobre los rendimientos de los accionistas, mientras que el pago de opciones sobre acciones tiene efectos negativos.

### La participación directiva en la propiedad

Como se acaba de señalar, la participación de los directivos en el capital es una de las compensaciones más relevantes que contribuye a mitigar los problemas de agencia entre los agentes empresariales (Fama y Jensen 1983a, 1983b; Demsetz y Lehn, 1985; Jensen y Meckling, 1976). En efecto, cuando el directivo no tiene participación en la propiedad, no se siente incentivado a esforzarse en desarrollar actividades creativas (necesarias, en muchas ocasiones, para maximizar el valor de la empresa) tales como la búsqueda de proyectos de inversión atractivos o la incorporación de nuevas tecnologías de producción (Jensen y Meckling, 1976). Los conflictos de intereses entre el accionariado y la dirección se incrementan ante la inexistencia de objetivos comunes. Asimismo, el hecho de que los directivos posean poca participación en la empresa, puede conducir hacia fenómenos de miopía directiva, como se señaló anteriormente<sup>10</sup>. En cambio, la propiedad directiva alinea los intereses entre los accionistas y los directivos, como muestra una amplia literatura empírica. La participación de los directivos en la propiedad de la empresa, reduce la inclinación a emplear el *cash flow* libre en proyectos de inversión con valor capital negativo, eliminándose el problema de sobreinversión (Noronha, Shome y Mor-

---

este sentido, sólo se dispone de recomendaciones generales de los códigos de buen gobierno los cuales únicamente argumentan, para el caso de la remuneración del consejo, que ésta «debe ser tal que no exceda de lo que sea necesario para atraer a personas competentes» (HUERTA *et al.*, 2000).

<sup>9</sup> Sin embargo, la utilidad de estas políticas de compensación es limitada, bien porque no sea posible mantener un sueldo bajo al directivo mientras se evalúan los resultados a largo plazo (HIRSHLEIFER, 1993), o porque los directivos son conscientes de que la quiebra o la liquidación pueden invalidar explícitamente este contrato (JAGGIA y THAKOR, 1994).

---

<sup>10</sup> En este sentido, la dispersión de la propiedad agudiza el conflicto mencionado, en concreto en los países que tienen tendencia a ello (anglosajones), en contraposición con las empresas que tienen más concentradas sus estructuras de propiedad como España, Alemania o Japón en donde los accionistas tienen más incentivos a controlar la gestión empresarial y, como consecuencia, propietarios y directivos cooperan en la obtención del beneficio a largo plazo de la empresa (BERNSTEIN, 1994).

gan, 1996; Jensen, Solberg y Zorn, 1992; Bathala, Bowlin y Rao, 1995). Asimismo, los resultados de Agrawal y Knoeber (1996) y de Mehran (1995) confirman que la participación directiva en la propiedad conduce a mayores resultados en la empresa.

Sin embargo, debemos tener en cuenta también que a medida que va aumentando la propiedad directiva, se puede producir el fenómeno del atrincheramiento directivo en la empresa. Según éste, la influencia positiva que ejerce la participación directiva sobre la valoración de la empresa en el mercado tiene un límite, a partir del cual queda anulada. En este caso, el directivo tiende a aislarse del efecto que puedan ejercer los distintos mecanismos de control de la empresa, tanto del gobierno de la misma como de las fuerzas externas (por ejemplo, una toma de control). Esto contradice la hipótesis de convergencia de intereses en la que existe una relación lineal positiva entre la participación accionarial que posee la dirección y el valor de la empresa. Algunas aportaciones que lo corroboran son las de Morck, Shleifer y Vishny (1988a), Stulz (1988), McConnel y Servaes (1990), Hermalin y Weisbach (1991), Cole y Mehran (1998), Mudambi y Nicosia (1998), Short y Keasey (1999), Holderness *et al.* (1999), Himmelberg *et al.* (1999) o Ang, Cole y Lin (2000). Además, la mayoría de los citados autores y para el caso español Miguel, Pindado y Torre (2001) señalan también que para niveles muy elevados de participación directiva (una vez superada la fase intermedia de atrincheramiento) el efecto convergencia de intereses vuelve a surgir (como muestran a través de una relación cúbica) debido a la condición de accionista que, en este caso, ya posee la dirección.

### La concentración de la propiedad

La concentración del capital en la empresa es otro mecanismo reductor del conflicto de agencia entre la propiedad y la gerencia. El enfoque tradicional (Berle y Means, 1932) defiende la existencia de una relación directa entre la concentración de la propiedad y los rendimientos empresariales, argumentando que de esta manera se limita

la inclinación a aumentar los costes de gestión porque se reduce el problema del *free-rider* y se incrementa el control a los directivos. La literatura empírica muestra que existirá menos conflicto de intereses cuando la propiedad esté muy concentrada (Rozeff, 1982; Bathala, Bowlin y Rao, 1995; Noronha, Shome y Morgan, 1996). Así, la concentración de acciones concede a los propietarios un significativo poder de voto que les permite limitar la discrecionalidad directiva y eliminar ineficiencias procedentes de estas actuaciones. Por lo tanto, en principio, existirán incentivos para que un individuo o un grupo adquiera acciones en el mercado con el fin de incrementar la concentración del capital en la empresa.

No obstante, debemos considerar en este planteamiento otros dos aspectos. Primero, los costes asociados a este proceso ya que existe el riesgo de que una concentración de la propiedad elevada, por ejemplo, expropie la riqueza a los accionistas minoritarios o bloquee una fusión y, consecuentemente, cause un efecto negativo sobre el valor de la empresa. En segundo lugar, debemos tener en cuenta también la composición del accionariado de la estructura de propiedad en la empresa ya que los incentivos de cada grupo de accionistas hacia el control de la actuación directiva pueden variar. En la literatura destaca el papel supervisor y de control activo de los inversores institucionales y de los intermediarios financieros en la empresa considerando que éstos ejercen una labor de alineamiento de intereses (Bathala *et al.*, 1994; Ang, Cole y Lin, 2000). Así, por ejemplo, los intermediarios financieros poseen una gran capacidad para reducir los problemas asociados a la información asimétrica ya que se establece una estrecha relación entre la empresa y los proveedores de recursos financieros (control de éstos sobre aquella a través de la concesión de créditos, limitación de las inversiones empresariales y de los recursos recibidos, etcétera)<sup>11</sup>.

<sup>11</sup> Para otros, sin embargo, no está tan claro este efecto positivo en los resultados de la empresa. GÓMEZ (1998) señala que, por ejemplo, bancos, compañías de seguros, fondos de inversión y pensiones son sensibles a las presiones de los gestores, por lo que no habría especial

## El mercado de bienes y servicios y el mercado de trabajo de los directivos

Los mercados de productos y servicios y de trabajo también pueden contribuir a solucionar los problemas de agencia entre accionistas y directivos en la empresa. La competencia que se establece en los mismos está encaminada hacia la satisfacción del objetivo del accionista. En el primer caso, ofreciendo los productos que demandan los consumidores y en el segundo, evaluando a los directivos en función de su gestión dentro de la empresa.

La supervivencia de una empresa está condicionada a la demanda que el mercado realiza de sus productos, de manera que si una empresa no ofrece los bienes que demanda el mercado, está expuesta al fracaso. La satisfacción de la demanda y la competencia en el mercado de bienes y servicios son claros signos de eficiencia (Rey y Tirole, 1986). Los mercados de productos constituyen, por tanto, un mecanismo de control sobre el comportamiento directivo que penaliza no sólo a la alta dirección sino también a todos los agentes participantes en la empresa. Así, la competencia en el mercado de productos controla los problemas de agencia en las empresas cuyos entornos están relacionados. En este esquema, de Hart (1983) pone de manifiesto el papel que juega este mercado repercutiendo la reducción de los costes en una disminución efectiva del precio del producto. Todo esto contribuye a limitar la actuación discrecional de aquellas empresas que se alejan de la persecución de los intereses de los accionistas de manera que si no existiera el control del mercado de productos, los costes de esta empresa se hubieran reducido simplemente sin que hubiera variado el precio del producto. No obstante, a este mecanismo se debería recurrir en última instancia ya que, además, necesita mucho tiempo para llegar a ser operativo.

---

supervisión. Sin embargo, empresas no financieras o inversores individuales ejercerían un control activo.

El mercado de directivos, como mecanismo de control, contribuye al relevo de los altos directivos cuando éstos sean ineficientes. En principio, la sustitución de la dirección como consecuencia de que los resultados alcanzados han sido deficientes, ejerce una influencia positiva en la creación de riqueza de la empresa. Se argumenta que el cambio de los directivos mejorará los resultados de la organización y la eficiencia de la empresa incrementando así la riqueza de los accionistas (Furtado y Rozeff, 1987; Weisbach, 1988; Bonnier y Brunner 1989). Sin embargo, la literatura empírica existente sobre el efecto que ejerce la rotación directiva en la empresa no es concluyente. A veces los reemplazos directivos no influyen en los resultados empresariales posteriores (Reinganum, 1985; Warner, Watts y Wruk, 1988; Mian, 2001) y, en otras ocasiones, se argumenta que una sucesión directiva puede tener un impacto negativo en la efectividad de la organización. Por ejemplo, Mian (2001) muestra cómo el mercado reacciona negativamente ante el reemplazo interno del director financiero. Por su parte, Khurana y Nohria (2000) observan diferentes resultados empresariales en función de cómo se ha desarrollado la partida del anterior directivo (rotación forzada o natural) y del origen del sucesor (*insider* u *outsider*). En este sentido, destaca particularmente el caso de ciertos ejecutivos clave de la empresa (líder, fundador, presidente...). Parece que el mercado reacciona negativamente ante estas situaciones en las que se valora especialmente la función del directivo en la empresa. Así, por ejemplo, la figura del líder puede tener una influencia decisiva sobre la sucesión directiva. Worrell *et al.* (1986) encontraron resultados extraordinarios negativos asociados a la desaparición repentina de los altos ejecutivos (aunque otras variables como la edad, el porcentaje de compensación en forma de acciones u opciones, también afectan a la rotación que percibe el mercado).

Por último, recordemos que el relevo de la dirección se puede llevar a cabo a través de un mercado de trabajo gerencial interno o externo (Fama, 1980). Por ello, en el siguiente epígrafe, nos referiremos especialmente al mercado laboral de los directivos desde una perspectiva

externa. El caso más claro, como veremos posteriormente, es el que se desarrolla en el seno del mercado de control (de ahí la estrecha relación existente entre ambos mecanismos), donde los cambios que se van a producir vienen determinados por el control que va a ejercer una segunda empresa sobre la primera (control externo).

### El mercado de control empresarial

El mercado de control empresarial complementa al mercado de trabajo gerencial ya que en su seno compiten los equipos directivos con el fin de lograr el control de la empresa (Jensen y Ruback, 1983). En la terminología de Fama y Jensen (1983a, 1983b), los directivos compiten por los derechos de dirigir los recursos de la organización, es decir, los derechos de contratar, despedir y fijar la compensación de la alta dirección. Las operaciones de toma de control en la empresa, por tanto, suponen un acicate para que los directivos gestionen de forma eficiente los recursos de los que disponen ya que de no hacerlo así, podrían ser objeto de una compra hostil.

En efecto, cuando se emprende una toma de control eficiente, las motivaciones pueden provenir de un conjunto de factores asociados a la obtención de sinergias o del control de los problemas de agencia asociados a la conducta directiva a través de un mecanismo externo<sup>12</sup>. Así, una compañía toma el control de la empresa objetivo y maximiza el valor empresarial disciplinando la actuación de los directivos (por ejemplo, reemplazando al

alto ejecutivo), como se manifiesta en los estudios de Gómez (1998); Mikkelson y Partch (1997) o Walsh (1988). Sin embargo, el efecto disciplinario del mercado de control se ve limitado cuando el gerente está atrincherado. Éste es el caso en el que el directivo utilizando su posición dominante en la empresa, utiliza medidas defensivas, establece acuerdos estatutarios, o fija para sí mismo compensaciones por encima de lo que le correspondería en función de los resultados obtenidos, en claro detrimento de la eficiencia de la empresa. De ahí la importancia de un funcionamiento eficiente del mercado de control como mecanismo externo que permite controlar la discrecionalidad directiva de forma gratuita. A veces son sólo las fuerzas externas (como una toma de control) las que pueden finalizar con las actuaciones ineficientes de los directivos o la resistencia de la empresa a emprender por sí misma los cambios necesarios en su estructura para mejorar su eficiencia. Por tanto, la simple amenaza de una toma de control constituye un instrumento eficaz para la supervisión del conflicto de agencia accionista-directivo.

En resumen, aunque todos los mecanismos analizados contribuyen a reducir la divergencia de intereses existente entre los accionistas y la dirección, algunos tienen una incidencia más específica que otros sobre determinados conflictos (véase la parte inferior del Esquema 1). Así, los mecanismos que contribuyen a solucionar directamente los problemas relacionados con el *cash flow* libre, son los dividendos y la deuda ya que ambos obligan al directivo a no malgastar el *cash flow* generado en la empresa. Sin embargo, no olvidemos que también, aunque no tan directamente, amortiguan el problema de la miopía directiva y el problema de la aversión al riesgo de la dirección al ejercer una función de supervisión sobre la gerencia, comprometiendo el empleo de los fondos y evitando su uso en un corto plazo. Asimismo, las compensaciones y la participación directiva en la propiedad contribuyen especialmente a resolver las diferencias temporales entre los directivos y los accionistas y, por tanto, mitigan el problema del riesgo y de la miopía directiva. Pero también premian a los

<sup>12</sup> Las transacciones privadas en forma de MBOs (*Management buy out*) o LBOs (*Leveraged buy out*), entre otros, son otra muestra clara de organizaciones en las que se obtienen beneficios derivados de la unión entre la propiedad y la dirección (los directivos son a la vez compradores de valores públicos y agentes para los vendedores de dichos valores). Sin embargo, aunque para muchos investigadores las LBO son una posible solución a las ineficiencias que genera la bolsa, otros —RAPPAPORT (1990), LOWENSTEIN (1985)— las critican fundamentalmente por su carácter transitorio pues tienen vida corta y una demanda limitada, porque se pierde la información asociada a la cotización en los mercados de capitales y por la ausencia de negociación asociada a estos procesos.

ejecutivos por el incremento de la riqueza de los accionistas y se ofrecen incentivos a largo plazo de forma que ello hace que se sientan seguros en el empleo, no emprendan comportamientos en «manada», ni teman ser reemplazados. El resto de los mecanismos contribuyen con un carácter más general a reducir los problemas de agencia derivados del conflicto accionista-directivo. El consejo de administración y la concentración de la propiedad contribuyen a controlar a la dirección alejándola de sus intereses particulares y, en definitiva, a alinear sus intereses con los de los accionistas. Por último, el mercado de control, de directivos y de productos serán mecanismos adecuados que entrarán en funcionamiento cuando la dirección actúe tan ineficientemente que su estabilidad sea cuestionada.

#### 4. Interrelaciones entre los mecanismos de control

Con este apartado pretendemos avanzar un paso más en el estudio del conflicto accionista-directivo y analizar las diversas relaciones que existen entre los mecanismos anteriormente mencionados. El tratamiento de este aspecto constituye un aspecto de gran relevancia ya que la decisión que adopten las personas encargadas de determinar la política financiera de la empresa sobre la elección de los mecanismos adecuados, influirá directamente en el valor de la empresa en el mercado. De esta manera, la empresa elegirá aquellos mecanismos que crea más convenientes para cada situación. Para ello, por una parte, la empresa debe intentar minimizar los costes asociados a la resolución del conflicto accionista-directivo y, por otra, debe evitar la duplicación de los mecanismos que sirvan para el mismo propósito. Por su parte, el impacto que ejerce cada mecanismo sobre los costes de agencia variará para cada empresa. Podemos contar —según las empresas— con la utilización de uno o varios mecanismos de control de manera que cuando uno se usa menos, otros pueden usarse más, e igualmente ofrecer buenos resultados. Así, a veces los mecanismos son alternativos y otras, en cambio, se utilizarán simultáneamente.

La deuda y los dividendos son dos mecanismos claramente interrelacionados ya que ambos contribuyen a reducir los costes de agencia asociados al problema del *cash flow* libre. La literatura económica muestra, en general, un efecto sustitutivo entre ambos (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986, etcétera). La elección entre uno u otro mecanismo depende de argumentos que tratan básicamente de escoger el menos problemático o, en su caso, el más eficiente. De esta manera, en unas ocasiones se preferirá el empleo de la política de los dividendos frente a la emisión de deuda y con ello se evitarían los problemas asociados al endeudamiento (Bathala *et al.*, 1995). Otras veces, en cambio, se argumenta que el mejor mecanismo para limitar la discrecionalidad directiva es el empleo de la deuda dada la obligación contractual que ésta conlleva, aspecto que no lleva aparejado la política de dividendos (Byrd *et al.*, 1998).

Otro mecanismo de indudable eficiencia en la reducción de los costes de agencia es la forma de compensación al agente que adopte la empresa y, entre los diversos sistemas, hemos destacado la relevancia de la participación de la dirección en la propiedad. Al comparar diversos tipos de compensaciones, esta última (la propiedad directiva) pudiera ser alternativa a otras formas de remuneración al directivo que también fidelizan su actuación en relación con el objetivo de los accionistas. En este sentido, se ha comprobado que cuando el consejo de administración diseña las compensaciones directivas, tiene en cuenta la globalidad de las mismas, manifestándose una relación negativa entre el porcentaje de diversas compensaciones directivas basadas en la propiedad y la propiedad adquirida por la dirección (Mehran, 1995).

Los efectos sustitutivos entre la deuda, la participación directiva y la política de dividendos, como mecanismos eficaces para el control de los costes de agencia fueron analizados en 1989 por Cruthley. Sin embargo, este estudio tiene algunas limitaciones metodológicas ya que, por ejemplo, ignora las relaciones endógenas existentes entre las variables. Los estudios posteriores

han subsanado este problema utilizando ecuaciones simultáneas<sup>13</sup> y, de esta manera, se ha corroborado que estas variables están inversamente relacionadas unas con otras. Así, Jensen *et al.* (1992) apoyan la interdependencia entre dichas variables y observan cómo los dividendos influyen negativamente sobre el mecanismo de la deuda, así como el efecto de la propiedad directiva sobre el reparto de dividendos, mientras que ni la deuda ni los dividendos influyen sobre la variable de propiedad directiva. Según Bathala *et al.* (1995), los mecanismos de la deuda, la propiedad directiva y los dividendos son alternativos. Bathala *et al.* (1994) encuentran de nuevo el efecto sustitución entre deuda y propiedad directiva.

Sin embargo, Agrawal y Mandelker (1987) observan el incremento de la propiedad directiva cuando aumenta el endeudamiento en la empresa. Esto contribuye a alinear los intereses entre los accionistas y la dirección y a reducir los problemas relacionados con la diferente asunción del riesgo y con el reparto del *cash flow* libre. Además, el control de los accionistas puede verse incrementado cuando aumente el endeudamiento en la empresa, de manera que la participación que posea la dirección también se verá reforzada por la emisión de deuda<sup>14</sup>. De la misma manera, esta convergencia de intereses que observamos podría ser aplicable a otros mecanismos de control. Así, por ejemplo, la concentración de la propiedad puede ejercer un control activo sobre la empresa que facilite el alineamiento de intereses entre la dirección y los accionistas. Por otra parte, también es posible que la participación relativa de la dirección se reduzca si la empresa posee una estructura de propiedad muy concentrada. En este sentido, Mehran (1995) argumenta que las empresas con la propiedad muy concentrada en poder de los grandes accionistas

externos emplean menos compensaciones basadas en la propiedad, lo que sugiere que el control que ejerce la propiedad es un sustituto de las remuneraciones por incentivos dirigidas a la dirección.

En principio, la empresa empleará mecanismos de control dirigidos a incrementar su valor en el mercado. Pero tales mecanismos se usarán hasta que su coste sea mayor que el problema que se intenta controlar, es decir, hasta que se igualen los costes y los ingresos marginales derivados de su empleo. Así, una concentración de la propiedad muy elevada, debido al gran poder de negociación que obtienen los accionistas principales, puede expropiar la riqueza a los accionistas minoritarios, o bloquear una adquisición y, como consecuencia, influir negativamente en el valor de la empresa. Asimismo, a medida que va aumentando la participación directiva, el directivo puede atrincherarse, con lo cual la actuación de los mecanismos de control (especialmente de la propiedad directiva y del mercado de control empresarial) puede verse deteriorada. En este caso, la dirección se aísla del efecto que puedan ejercer los distintos mecanismos de control de la empresa (Stulz, 1988; Morck, Shleifer y Vishny, 1988a; McConnel y Servaes, 1990). Así, Berger *et al.* (1997) observan cómo los CEO atrincherados evitan las emisiones de deuda, al contrario de lo que sucede cuando entran en funcionamiento otros mecanismos de control descritos anteriormente. En este sentido, Schooley y Barney (1994) encuentran una relación parabólica entre los dividendos y la participación directiva corroborando en un principio el efecto positivo de la propiedad directiva (reduciendo los costes de agencia) y la relación de sustitución entre dichos mecanismos. Sin embargo, a partir de un punto, se incrementa el empleo de la política de dividendos, debido a que el empleo de la participación directiva ya no es eficiente en la resolución del conflicto de agencia (por el efecto atrincheramiento).

La alineación que ejerce la estructura de la propiedad sobre la empresa debiera transmitirse también a la actuación del consejo de administración de la sociedad, de manera que los accionistas de la empresa actúen a tra-

<sup>13</sup> Sin embargo, el problema de la endogeneidad no se ha resuelto totalmente ya que dichos estudios sólo lo han corregido para las variables que figuran como dependientes en alguna de las ecuaciones.

<sup>14</sup> En nuestra opinión, muchos de los resultados contradictorios que se obtienen posiblemente sean debidos a que no se ha considerado el efecto «no lineal» que poseen algunas variables como la concentración de la propiedad y la participación directiva.

vés del consejo. Este último debe crear incentivos que permitan reducir la divergencia de intereses entre la dirección y los accionistas, con el menor coste posible, sobre todo cuando los mecanismos de estructura de propiedad no funcionan eficientemente. Por ello, como señala Jensen (1994), los consejos deben alentar a los directivos a convertirse en propietarios de la empresa, a la vez que animar a los inversores a adquirir participaciones sustanciales en el capital y en la deuda de la empresa de manera que desempeñen un papel activo en la orientación estratégica de la misma. Asimismo, se debe fomentar el hecho de que los consejeros externos posean participaciones relevantes en el capital. Los consejos deberían alcanzar un compromiso que alentase a sus miembros, tanto a invertir en el capital de la empresa como a dificultar la venta de sus acciones, para que con el paso del tiempo las participaciones en el capital sean apreciables. En España, según el estudio de Eguidazu (1999), las retribuciones de los consejeros basadas en la propiedad (acciones y opciones) no son las más empleadas. Así, un porcentaje de 41,3 por 100 de las empresas cotizadas reciben su retribución en función de los beneficios y el 26,1 por 100, recibe planes de pensiones. Según Fernández *et al.* (1998b), el equipo gestor (definido como directivos y consejeros) de la empresa posee una participación accionarial media del 7,46 por 100.

En consecuencia, los accionistas de la empresa (bien porque la propiedad esté concentrada, bien porque sean también directivos) actuarán a través del consejo de administración. En este sentido, se espera que éste sea eficiente, puesto que su composición vendrá determinada fundamentalmente por los accionistas que ejercen un control activo. El problema del *free-rider* se reducirá y, previsiblemente, se abogará por una estructura de consejo independiente. En este ámbito, también se destaca la ya mencionada elevada rotación de los consejeros *insiders* (especialmente si éstos son ineficientes) y el papel eficiente de los consejeros *outsiders* en la mayoría de las ocasiones. Sin embargo, para el caso español, el mecanismo de los *outsiders* quizá no se re-

vele como especialmente eficiente por el efecto de supervisión que ejerce la elevada concentración de la propiedad. En efecto, con los resultados de Gispert (1998) se demuestra que cuando la propiedad está más concentrada, la relación obtenida entre los resultados de la empresa y las rotaciones es más laxa.

En relación con el mercado de bienes y servicios, de directivos y el mercado de control empresarial, es de destacar la relevante actuación de todos ellos tanto como amenaza para que el resto de los mecanismos actúen eficientemente como para ejercer un control activo en la resolución de los conflictos de agencia (Manne, 1965; Fama, 1980; Jensen y Ruback, 1983; Morck *et al.*, 1988b; Martin y McConell, 1991; Jensen, 1994), de manera que, en general, cabe suponer una relación sustitutiva con el resto de los mecanismos de control (Agrawal y Knoeber, 1996). Sin embargo, como se ha venido señalando, a este respecto las posturas no son unánimes. Además, el mercado de productos está relacionado estrechamente con la actuación del mercado de trabajo de los directivos y del mercado de control corporativo. Así, si el mercado de directivos y el mercado de control son activos, también la competencia en el mercado de productos favorecerá su actuación (a través de un cambio de la dirección o de una toma de control). Por el contrario, si son inactivos y dado que el mercado de bienes es un mecanismo de último recurso, es probable que la empresa llegue a una situación extrema en la que la oferta de productos no sea la adecuada. En este caso, la solución consiste en adaptarse a la demanda frente a la alternativa de poner en peligro su supervivencia.

Por su parte, el mercado de trabajo de los directivos y el mercado de control se complementan especialmente cuando se emprenden procesos en los que además de variar la propiedad de la empresa, el desempeño de la dirección se pone en cuestión. Ambos mercados están interrelacionados pues uno puede ser causa y consecuencia del otro. Si se decide emprender una toma de control, un motivo fundamental que justifica este proceso es, precisamente, la falta de una gestión eficiente de la dirección. Como consecuencia, es probable que esta

última sea relevada. Por otra parte, si la gestión es deficiente en una empresa, el mercado de directivos entrará en juego, por ejemplo, a través de una toma de control empresarial (como mecanismo externo de control eficiente). Esto sucede sobre todo cuando desde dentro de la empresa no se promueve el reemplazo directivo (como sucede en el caso de una actuación del consejo ineficiente).

Además, no hemos de olvidar la estrecha relación que existe entre el mercado de capitales<sup>15</sup> y la actuación de estos mecanismos ya que en su seno se llevarán a cabo las operaciones relacionadas tanto con el mercado de trabajo de los directivos como con el mercado para el control corporativo. En efecto, los valores de mercado y su variabilidad incorporan los costes de agencia e informan sobre las implicaciones y consecuencias de las decisiones tomadas por los directivos. Así, por ejemplo, es posible que la existencia de bajos niveles de cotización presione a los directivos en el sentido de cambiar sus preferencias y les anime a compartir las líneas de actuación con los intereses de los accionistas. O que una disminución en los valores de mercado de la empresa atraiga la atención de posibles oferentes que posean expectativas positivas acerca de la gestión de dicha compañía o de la mejora de un determinado producto. Y, por supuesto, gracias al mercado de valores, si a un propietario no le gusta el modo de gestión de su empresa, puede proceder a la venta de sus títulos.

Por último, antes de finalizar este apartado, es necesario señalar que el desarrollo de todos los mecanismos de control analizados depende en buena medida del marco institucional en el que se encuentre inmersa la organización ya que en algunos aspectos existen diferencias relevantes que pueden llevar a distintas conclusiones. Así, existen diferencias significativas entre el modelo de concentración accionarial anglosajón y el

continental europeo, entre las cuales, merece la pena destacar dos. La primera se refiere a la existencia de dos modelos de estructura de propiedad bien diferenciados (ver, por ejemplo Rajan y Zingales, 1995, Gedalovic y Shapiro, 1998). De una parte, el modelo anglosajón donde la propiedad de las empresas es muy dispersa y de otra, el modelo continental europeo, donde las empresas tienen una alta concentración de la propiedad. En este último caso se encuentra España, en donde la concentración de la propiedad es muy elevada (Miguel, Pindado y Torre, 2001). El segundo aspecto, relacionado con el mercado de control, distingue también entre dos modelos, uno en el que éste funciona activamente (países anglosajones), y otro, en el que el funcionamiento no es tan activo (países continentales) (Gedalovic y Shapiro, 1998; Rajan y Zingales, 1995). En España no existe un mercado de control activo, con lo cual los mecanismos de control son sobre todo internos (Gómez, 1998). Por último, cabe mencionar también las diferencias institucionales en cuanto a los sistemas retributivos ya que el tipo de remuneración variable (sobre todo en forma de opciones o acciones, al que hemos aludido especialmente) es mucho más frecuente en el ámbito anglosajón que en Europa. Así, la retribución con carácter fijo, especialmente en el caso español, es elevada (Eguidazu, 1999)<sup>16</sup>.

## 5. Conclusión

Ante la existencia de costes de agencia en la empresa, la dirección pudiera alejarse del objetivo de los accionistas y, por lo tanto, no maximizar el valor de la em-

<sup>15</sup> Previamente nos hemos referido, a través del uso de los mecanismos de la deuda y los dividendos, a la destacada función de supervisión que ejercen los mercados de capitales en el problema accionista-directivo.

<sup>16</sup> Asimismo, un tercer modelo a considerar es el de Japón, totalmente diferente a los anteriores, debido a la existencia de grandes redes *Keiretsu*. Esta estructura conduce a una elevada concentración de la propiedad y a una gran eficiencia del consejo de administración, con lo cual el reducido control de los inversores externos hace difícil la actividad del mercado de control y la relación entre la compensación directiva y la rentabilidad que obtengan los accionistas (aunque, como señala CORBETT (1998), posiblemente sea sólo una cuestión de grado y las diferencias con el resto de países de la OCDE se vayan reduciendo).

presa en el mercado. Por este motivo, en el presente trabajo nos hemos ocupado de estudiar las peculiaridades relacionadas con el conflicto accionista-directivo identificando tanto los costes de agencia asociados al mismo, como los mecanismos que mitigan dicho conflicto. Así, en primer lugar, se han identificado los problemas de agencia asociados a las actuaciones directivas no eficientes tales como *shirking*, el reparto del *cash flow* libre, el riesgo, la miopía directiva, la seguridad en el empleo y la búsqueda de intereses privados. En segundo lugar, se han analizado las distintas alternativas que poseen los propietarios para abordar dichos problemas: la actuación del consejo de administración, el empleo de los dividendos y la deuda, las compensaciones directivas, la participación de la gerencia en el capital, la concentración de la propiedad y los mercados de productos, de trabajo de los directivos y de control empresarial. Aunque, en general, todos estos mecanismos permiten mitigar los conflictos entre accionistas y directivos, algunos de ellos, pueden ser aplicados de forma específica como solución a problemas concretos.

Por último, el análisis de las soluciones propuestas para reducir el conflicto accionista-directivo, se completa con el estudio de las interrelaciones entre los diversos mecanismos de control en la empresa. Las relaciones existentes entre ellos, en muchos casos tienen carácter sustitutivo, como parece lógico dado que su objetivo es similar. Pero también la literatura nos muestra situaciones en las que dos o más mecanismos actúan simultáneamente. En consecuencia, no existe evidencia empírica unánime al respecto ya que ello depende de las peculiaridades de cada conflicto, de cada mecanismo y de cada marco institucional. De este modo, este *survey* arroja luz sobre una senda a seguir en trabajos posteriores donde se tengan en cuenta los aspectos mencionados anteriormente y se obtenga nueva evidencia en relación con la influencia de los distintos costes de agencia y de los mecanismos que contribuyen a mitigarlos sobre el valor empresarial, así como la contrastación de las interrelaciones existentes entre ellos. Desde nuestro punto de vista, es necesario que la metodología de in-

vestigación sea rigurosa (por ejemplo, tratando explícitamente aspectos tales como la eventual no linealidad entre la propiedad y el valor de la empresa o los posibles problemas de endogeneidad), lo cual podría hacer converger algunos de los resultados empíricos que ahora se han mostrado divergentes.

### Referencias bibliográficas

- [1] 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*, volumen 31, número 3, septiembre, páginas 377-397.
- [2] ANDRÉS, P., AZOFRA, V. y LÓPEZ, F. (2000): «Corporate Boards in some OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness», *Documento de trabajo 10/00 Nuevas Tendencias en Dirección de Empresas*.
- [3] ANG, J. S., COLE, R. A. y LIN, J. W. (2000): «Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Finance*, volumen 55, número 1, febrero, páginas 81-106.
- [4] BAKER, G., JENSEN, M. y MURPHY, K. (1988): «Compensation and Incentives: Practice versus Theory», *Journal of Finance*, número 43, páginas 593-616.
- [5] BATHALA, C. T., BOWLIN, O. D. y RAO, R. P. (1995): «Debt Structure, Insider Ownership, and Dividend Policy: A Test of the Substitutability Hypothesis in an Agency Framework», *Research in Finance*, volumen 13, páginas 237-260.
- [6] BATHALA, C. T., MOON, K. P. y RAO, R. P. (1994): «Managerial Ownership, Debt Policy and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective», *Financial Management*, volumen 23, número 3, otoño, páginas 38-50.
- [7] BERGER, P. G., OFEK, E. y YERMACK, D. L. (1997): «Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions», *Journal of Finance*, volumen 52, número 4, septiembre, páginas 1.411-1.438.
- [8] BERLE, A. A. y MEANS, G. C. (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, Nueva York.
- [9] BERNSTEIN, P. L. (1994): «Réplica a Michael Porter: ¿son los mercados financieros el problema o la solución?», *Harvard Deusto Business Review*, número 59, páginas 36-42.
- [10] BONNIER, K. A. y BRUNER, R. F. (1989): «An Analysis of Stock Price Reaction to Management Change in Distressed Firms», *Journal of Accounting and Economics*, volumen 11, páginas 95-106.
- [11] BYRD, J., PARRINO, R. y PRITSCH, G. (1998): «Stockholder-Manager Conflicts and Firm Value», *Financial Analysts Journal*, volumen 54, número 3, páginas 14-30.

- [12] CHE, Y. y YOO, S. (2001): «Optimal Incentives for Teams», *American Economic Review*, volumen 91, número 1, junio, páginas 525-541.
- [13] CHUNG, K. H. y JO, H. (1996): «The Impact of Security Analysts' Monitoring and Marketing Functions on the Market Value of Firms», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, volumen 31, número 4, diciembre, páginas 493-512.
- [14] CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO (Informe Olivencia) (1998): «El gobierno de las sociedades cotizadas», CNMV.
- [15] COLE, R. A. y MEHRAN, H. (1998): «The Effect of Changes in Ownership Structure on Performance: Evidence from the Thrift Industry», *Journal of Financial Economics*, número 50, páginas 291-317.
- [16] CORBETT, J. (1998): «Changing Corporate Governance in Japan», en BALLING, M. et al. (eds.): *Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, páginas 112-136.
- [17] CUERVO, A. (2002): «Corporate Governance Mechanisms: a Plea for Less Code of Good Governance and More Market Control», *Corporate Governance: An International Review*, volumen 10, número 2, abril, páginas 84-93.
- [18] DEMSETZ, H. y LEHN, K. (1985): «The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences», *Journal of Political Economy*, número 93, páginas 1.155-1.177.
- [19] DOUKAS, J. A., KIM, CH. y PANTZALIS, CH. (2000): «Security Analyst, Agency Costs and Company Characteristics», *Association for Investment Management & Research*, noviembre/diciembre, páginas 54-63.
- [20] EASTERBROOK, F. (1984): «Two Agency Cost Explanations of Dividends», *American Economic Review*, número 74, páginas 650-659.
- [21] EGUIDAZU, S. (1999): *Creación de Valor y Gobierno de la Empresa*, Gestión 2000, Madrid.
- [22] FAMA, E. F. (1980): «Agency Problems and the Theory of the Firm», *Journal of Political Economy*, volumen 88, número 2, abril, páginas 288-307.
- [23] FAMA, E. F. y JENSEN, M. C. (1983a): «Agency Problems and Residual Claims», *Journal of Law and Economics*, volumen 26, número 2, junio, páginas 327-349.
- [24] FAMA, E. F. y JENSEN, M. C. (1983b): «Separation of Ownership and Control», *Journal of Law and Economics*, volumen 26, número 2, junio, páginas 301-325.
- [25] FERNÁNDEZ, A. I., GÓMEZ, S. y GONZÁLEZ, F. (1998a): «The Effect of Board Size and Composition on Corporate Performance», en BALLING, M. et al. (eds.): *Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, páginas 1-14.
- [26] FERNÁNDEZ, A. I., GÓMEZ, S. y GONZÁLEZ, F. (1998b): «El papel supervisor del Consejo de Administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español», *Investigaciones Económicas*, volumen 23, número 3, páginas 501-516.
- [27] FURTADO, E. P. H. y ROZEFF, M. S. (1987): «The Wealth Effects of Company Initiated Management Changes», *Journal of Financial Economics*, volumen 18, número 1, páginas 147-160.
- [28] GAVER, J. J. y GAVER, K. M. (1995): «Compensation Policy and the Investment Opportunity Set», *Financial Management*, número 24, páginas 19-32.
- [29] GEDAJLOVIC, E. R. y SHAPIRO, D. M. (1998): «Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries», *Strategic Management Journal*, número 19, páginas 533-553.
- [30] GIBBONS, R. y MURPHY, K. (1990): «Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers», *Industrial and Labor Relations Review*, número 43 (volumen especial), páginas 305-515.
- [31] GISPERT, C. (1998): «Board Turnover and Firm Performance in Spanish Companies», *Investigaciones Económicas*, volumen 23, número 3, páginas 501-516.
- [32] GÓMEZ, S. (1998): «Determinantes del reemplazo del equipo gestor en el mercado de control corporativo español», *II Foro de Finanzas de Segovia*.
- [33] GROSSMAN, S. J. y HART, O. D. (1980): «Takeover Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of the Corporation», *Bell Journal of Economics*, volumen 2, número 1, primavera, páginas 42-64.
- [34] GUAY, W. R. (1999): «The Sensivity of CEO Wealth to Equity Risk: An Analysis of the Magnitude and Determinants», *Journal of Financial Economics*, volumen 53, número 1, páginas 43-71.
- [35] HALL, B. J. y WEINSTEIN, D. E. (1996): «The Myth of the Patient Japanese: Corporate Myopia and Financial Distress in Japan and the US», *NBER Working Paper*, número 4.096.
- [36] HARRIS, M. y RAVIV, A. (1991): «The Theory of Capital Structure», *Journal of Finance*, número 46, marzo, páginas 297-356.
- [37] HART, O. D. (1983): «The Market Mechanism as an Incentive Scheme», *Bell Journal of Economics*, número 14, páginas 366-382.
- [38] HERMALIN, B. E. y WEISBACH, M. S. (1991): «The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance», *Financial Management*, volumen 20, número 4, invierno, páginas 101-112.
- [39] HERMALIN, B. E. y WEISBACH, M. S. (1988): «The Determinants of Board Composition», *RAND Journal of Economics*, volumen 19, número 4, invierno, páginas 589-606.
- [40] HIMMELBERG, C. P., HUBBARD, R. G. y PALIA, D. (1999): «Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance», *Journal of Financial Economics*, número 53, páginas 353-384.

- [41] HIRSHLEIFER, D. (1993): «Managerial Reputation and Corporate Investment Decisions», *Financial Management*, volumen 22, número 2, verano, páginas 145-160.
- [42] HOLDERNESS, C. G., KROZNER, 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*, volumen 54, número 2, abril, páginas 435-469.
- [43] HOLMSTRÖM, B. (1982): «Moral Hazard In Teams», *Bell Journal of Economics*, número 13, páginas 324-340.
- [44] HUERTA, I., RODRÍGUEZ, D. y VILLIERS, CH. (2000): «Una reflexión sobre el *stock options plan* de los administradores de las sociedades cotizadas», *La Ley*, 25 y 26 de mayo, números 5.061-5.062, año XXI.
- [45] JAGGIA, P. B. y THAKOR, A. V. (1994): «Firm Specific Human Capital and Optimal Capital Structure», *International Economic Review*, volumen 35, número 2, páginas 283-308.
- [46] JENSEN, M. C. (1986a): «Agency Costs of *Free Cash flow*, Corporate Finance and Takeovers», *American Economic Review*, volumen 76, número 2, mayo, páginas 323-329.
- [47] JENSEN, M. C. (1986b): «The Takeovers Controversy: Analysis and Evidence», *The Midland Corporate Finance Journal*, volumen 4, número 2, páginas 6-32.
- [48] JENSEN, M. C. (1988): «Takeovers: Their Causes and Consequences», *Journal of Economic Perspectives*, volumen 2, número 1, invierno, páginas 21-48.
- [49] JENSEN, M. C. (1994): «The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems», *Journal of Applied Corporate Finance*, volumen 6, número 4, invierno, páginas 4-23.
- [50] JENSEN, M. C. y RUBACK, R. S. (1983): «The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence», *Journal of Financial Economics*, volumen 11, número 2, abril, páginas 5-50.
- [51] JENSEN, M. C. y MECKLING, W. H. (1976): «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, volumen 3, número 4, octubre, páginas 305-360.
- [52] 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*, volumen 27, número 2, junio, páginas 247-263.
- [53] JOHN, T. A. y JOHN, K. (1993): «Top-Management Compensation and Capital Structure», *Journal of Finance*, número 48, páginas 949-974.
- [54] KHURANA, R. y NOHRIA, N. (2000): «The Performance Consequences of CEO Turnover», *Manuscript (Draft) MIT Sloan and Harvard University*.
- [55] KINI, O., KRACOW, W. y MIAN, S. (1995): «Corporate Takeovers, Firm Performance and Board Composition», *Journal of Corporate Finance*, número 1, páginas 383-412.
- [56] LOWENSTEIN, L. (1985): «Managements Buyouts», *Columbia Law Review*, 85, número 4, mayo, páginas 730-784.
- [57] LOZANO, M. B., MIGUEL, A. y PINDADO, J. (1998): «Decisiones de inversión en la empresa: un nuevo enfoque para su análisis», *Economía Industrial*, número 324, VI, páginas 123-132.
- [58] LOZANO, M. B., MIGUEL, A. y PINDADO, J. (2002): «Papel de la política de dividendos en las empresas reguladas», *Investigaciones Económicas*, volumen 26, número 3, septiembre, páginas 447-474.
- [59] MANNE, H. G. (1965): «Mergers and the Market for Corporate Control», *Journal of Political Economy*, número 73, abril, páginas 110-120.
- [60] MARTIN, K. y McCONNELL, J. J. (1991): «Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover», *Journal of Finance*, volumen 46, número 2, junio, páginas 671-688.
- [61] McCONNEL, J. J. y SERVAES, H. (1990): «Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value», *Journal of Financial Economics*, volumen 27, páginas 595-612.
- [62] MEHRAN, H. (1995): «Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance», *Journal of Financial Economics*, volumen 38, número 2, junio, páginas 163-184.
- [63] MIAN, S. (2001): «On the Choice and Replacement of Chief Financial Officers», *Journal of Financial Economics*, número 60, páginas 143-175.
- [64] MIGUEL, A., PINDADO, J. y TORRE, I. (2001): «Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from the Spanish Corporate Governance System», *SSRN Working Paper*, número 292-282.
- [65] MIKKELSON, W. H. y PARTCH, M. M. (1997): «The Decline of Takeovers and Disciplinary Managerial Turnover», *Journal of Financial Economics*, volumen 44, número 2, mayo, páginas 205-228.
- [66] MORCK, R., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. (1998a): «Management Ownership and Market Valuation. An Empirical Analysis», *Journal of Financial Economics*, volumen 20, números 1-2, páginas 293-315.
- [67] MORCK, R., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. (1998b): «Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers», en AUERBACH, A. J. (ed.): *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago, IL, páginas 101-136.
- [68] MOYER, R. C., CHATFIELD, R. E. y SISNEROS, P. M. (1989): «Security Analyst Monitoring Activity: Agency Costs and Information Demands», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, volumen 24, número 4, diciembre, páginas 503-512.
- [69] MUDAMBI, R. y NICOSIA, C. (1998): «Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from the UK Financial Services Industry», *Applied Financial Economics*, volumen 8, número 2, páginas 175-180.

- [70] NORONHA, G. M., SHOME, D. K. y G. E. MORGAN (1996): «The Monitoring Rationale for Dividends and the Interactions of Capital Structure and Dividend Decisions», *Journal of Banking and Finance*, número 20, páginas 439-454.
- [71] PITELIS, C. N. y SUGDEN, R. (1986): «The Separation of Ownership and Control in the Theory of the Firm», *International Journal of Industrial Organization*, volumen 4, páginas 69-86.
- [72] RAJAN, R. G. y ZINGALES, L. (1995): «What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data», *Journal of Finance*, volumen 50, número 5, diciembre, páginas 1.421-1.460.
- [73] RAPPAPORT, A. (1990): «Los mecanismos de las OPAS y de otras grandes operaciones bursátiles», *Harvard Deusto Business Review*, 4.º trimestre, páginas 85-96.
- [74] REINGANUM, M. R. (1985): «The Effect of Executive Succession on Stockholder Wealth», *Administrative Science and Quarterly*, volumen 30, número 1, marzo, páginas 46-60.
- [75] REY, P. y TIROLE, J. (1986): «The Logic of Vertical Restraints», *American Economic Review*, volumen 76, páginas 921-939.
- [76] ROZEFF, M. S. (1982): «Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividends Payout Ratios», *Journal of Financial Research*, número 5, páginas 249-259.
- [77] SANDERS, G. (1999): «Incentive Structure of CEO Stock Option Pay and Stock Ownership: The Moderating Effects of Firm Risk», *Managerial Finance*, volumen 25, número 10, páginas 61-75.
- [78] SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1989): «Managerial Entrenchment: the Case of Management Specific Investment», *Journal of Financial Economics*, número 25, páginas 123-129.
- [79] SHORT, H. y KEASEY, K. (1999): «Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK», *Journal of Corporate Finance*, número 5, páginas 79-101.
- [80] STULZ, R. M. (1988): «Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control», *Journal of Financial Economics*, volumen 20, números 1-2, páginas 25-54.
- [81] TIROLE, J. (2001): *Lecture Notes on Corporate Finance*, Université de Toulouse.
- [82] WAKEMAN, L. (1981): «The Real Function of Bond Rating Agencies», *Chase Financial Quarterly*, volumen 1, páginas 18-26.
- [83] WALSH, J. P. (1988): «Top Management Turnover Following Mergers and Acquisitions», *Strategic Management Journal*, volumen 9, páginas 173-183.
- [84] WARNER, J. B., WATTS, R. L. y WRUCK, K. H. (1988): «Stock Prices and Top Management Changes», *Journal of Financial Economics*, volumen 20, números 1-2, páginas 461-492.
- [85] WEISBACH, M. S. (1988): «Outside Directors and CEO Turnover», *Journal of Financial Economics*, volumen 20, números 1-2, páginas 431-460.
- [86] WORRELL, D. L., DAVISON III, P. R., CHANDY, P. R. y GARRISON, S. L. (1986): «Management Turnover through Deaths of Key Executives: Effects on Investor Wealth», *Academy of Management Journal*, volumen 29, número 4, páginas 674-694.
- [87] WRIGHT, P., FERRIS, S. P., SARIN, A. y AWASTHI, V. (1996): «Impact of Corporate Insider, Blockholder, and Institutional Equity Ownership on Firm Risk Taking», *Academy of Management Journal*, volumen 39, número 2, abril, páginas 441-463.



INFORMACION COMERCIAL ESPAÑOLA

# CUADERNOS ECONOMICOS

Ultimos números publicados:

- 51.-Mercado de trabajo y ciclo económico.
- 52.-Economía de las organizaciones.
- 53.-Mercados y tipos de cambio.
- 54.-Economía experimental.
- 55.-Especificación y evaluación de modelos econométricos (I).
- 56.-Especificación y evaluación de modelos econométricos (II).
- 57.-Política de defensa de la competencia.
- 58.-Las fuentes del crecimiento.
- 59.-Integración económica.
- 60.-Juegos dinámicos.
- 61.-Distribución de la renta y crecimiento económico.
- 62.-La Nueva Economía Política.
- 63.-Aspectos del mercado de trabajo español.
- 64.-Crisis y reformas de los sistemas de Seguridad Social: Temas a debate (I).
- 65.-Crisis y reformas de los sistemas de Seguridad Social: Temas a debate (II).
- 66.-Microeconometría y conducta:  
Aplicaciones para el caso español.

Información y venta:

Paseo de la Castellana, 162-vestíbulo

28071 Madrid

Teléf. 91 349 36 47

Suscripción anual: 15€

