

EL PAPEL SUPERVISOR DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN SOBRE LA ACTUACIÓN GERENCIAL. EVIDENCIA PARA EL CASO ESPAÑOL

ANA ISABEL FERNÁNDEZ
SILVIA GÓMEZ-ANSÓN
CARLOS FERNÁNDEZ-MÉNDEZ
Universidad de Oviedo

Este trabajo analiza la influencia de la composición, tamaño del consejo de administración y la participación accionarial del equipo gestor sobre la valoración que el mercado realiza de la empresa. Para una muestra de empresas no financieras que cotizaban en 1993 en la Bolsa de Madrid, la evidencia obtenida apoya la existencia de una relación positiva y significativa entre la proporción de consejeros no ejecutivos y el valor de la empresa. Los resultados sugieren, asimismo, la existencia de relaciones no lineales, tanto entre la participación accionarial del equipo gestor, como entre el tamaño del consejo de administración y el valor empresarial. (JEL G32, G34)

1. Introducción

El gobierno corporativo o gobierno de las empresas se ha convertido en la última década en un tema de debate desde el mundo académico y político. Así, y dentro del ámbito académico, un amplio número de estudios tratan de analizar la influencia de distintos mecanismos alineadores y supervisores de la actuación gerencial sobre el valor empresarial. Dentro de estos mecanismos se incluyen los sistemas de remuneración de los directivos (Jensen y Murphy, 1990; Mehran, 1995),

Agradecemos los comentarios realizados, sobre versiones anteriores de este trabajo, por los participantes en el 20th Colloquium de la Société Universitaire de Recherches Financières (SUERF) celebrado en Budapest y los participantes en las XIII Jornadas de Economía Industrial celebradas en Madrid. Especialmente, agradecemos las sugerencias del editor, dos evaluadores anónimos y de Jean Paul Abraham, Morten Balling, Rafael Crespí y Rafael Repullo. La ayuda prestada por Gloria Bombín de la CNMV en la recopilación de datos ha sido inestimable. Este trabajo ha sido realizado gracias a las ayudas financieras de la Fundación Banco Herrero y de la Dirección General de Enseñanza Superior, proyecto número PB96-0539.

la presencia de grandes accionistas (Shleifer y Vishny, 1986), las adquisiciones de empresas o el denominado mercado de control corporativo (Jensen and Ruback, 1983; Jarrell, Brickley and Netter, 1988) y la actuación del consejo de administración (Baysinger and Butler, 1985; Hermalin and Weisbach, 1991; Yermarck, 1996).

El consejo de administración como último órgano de control interno de la empresa constituye, por delegación de los accionistas, el órgano disciplinario de los gestores, ya que posee la facultad y el poder de limitar, en el ejercicio de su labor supervisora, la discrecionalidad decisoria de los directivos. En este sentido, los códigos de conducta ética de los consejos de administración existentes en diferentes países de nuestro entorno (Cadbury en Gran Bretaña, Viénot en Francia y Peters en Holanda), así como el recientemente aprobado Informe Olivencia en España, hacen referencia a los distintos factores que pueden influir en la labor supervisora que ejerce este órgano de control interno, estableciendo recomendaciones y sugerencias en relación a su estructura, composición y tamaño.

Este trabajo contribuye al debate abierto en el ámbito empresarial y académico analizando en qué medida las características de los consejos de administración de las sociedades españolas que cotizan en Bolsa influyen en su labor de supervisión y, por tanto, sobre el valor empresarial. Las especificidades del mercado de capitales español con una elevada concentración accionarial aportan características diferenciales a este estudio en relación a trabajos previos centrados en los mercados estadounidense o británico, mercados que son considerados como ejemplos de sistemas de control externo, frente a los sistemas de control interno presentes en la mayoría de los países de Europa continental.

Específicamente analizamos como: (i) la proporción de consejeros no ejecutivos (ii) la participación accionarial del equipo gestor, que incluye a los altos directivos empresariales y a sus consejeros y (iii) el tamaño del consejo de administración influyen sobre el valor de mercado de la empresa medido a través del ratio q de Tobin. Los resultados obtenidos sugieren la existencia de: (i) una relación positiva y significativa entre la proporción de consejeros externos y el valor de la empresa; (ii) una relación no lineal entre la participación accionarial del equipo gestor y el ratio q de Tobin, siendo esta relación negativa para bajos niveles de participación; (iii) una relación no lineal entre el tamaño del consejo y el valor empresarial, siendo esta relación positiva para consejos pequeños.

El resto del trabajo se ha estructurado como sigue: en la Sección 2 revisamos los fundamentos teóricos del estudio y analizamos las hipótesis a contrastar, la Sección 3 describe la base de datos y variables utilizadas, y la Sección 4 recoge los resultados del estudio. Finalmente, en la Sección 5 se recogen las conclusiones más relevantes del trabajo.

2. Factores determinantes del papel supervisor del consejo de administración

2.1 Fundamentos teóricos

El consejo de administración es uno de los mecanismos que puede reducir los problemas de agencia entre directivos y accionistas derivados de las diferencias de intereses entre ambas partes. Como órgano delegado de los propietarios constituye un mecanismo de supervisión interno de los directivos pues al atribuírsele potestad para fijar la remuneración, contratar y, o cesar, tiene capacidad para limitar la discrecionalidad decisoria de los directivos y, en este sentido, incrementar el valor de la empresa. Por lo tanto, todos aquellos factores que determinan el buen funcionamiento del consejo de administración permitirán crear riqueza para los accionistas. Estos factores incluyen la composición y el tamaño del consejo, así como la participación accionarial del equipo gestor, definido como los altos directivos y consejeros empresariales¹. Es por ello que los distintos informes o códigos de conducta, cuyas representaciones más conocidas son el Informe Cadbury en Gran Bretaña, o el Viénot en Francia, incluyen como recomendaciones, entre otras, la necesidad de que estén presentes una proporción de consejeros externos y de limitar el tamaño de los consejos.

En efecto, la composición del consejo de administración, en cuanto a la procedencia de los miembros que lo integran, puede influir en su capacidad de supervisión. En este sentido, en un contexto de sistemas de control externo, como es el caso de los países anglosajones, aunque en los consejos participan tanto consejeros ejecutivos (internos) como no ejecutivos (externos), la labor supervisora parece recaer principalmente en los consejeros no ejecutivos, dada la dificultad y reticencia de los consejeros ejecutivos a evaluar y decidir la sustitución de los directivos que no maximizan el valor empresarial. La evidencia empírica en el mercado estadounidense refuerza este argumento al demostrar la

¹ Ver Jensen y Ruback (1983).

existencia de un mayor ratio de sustitución de la alta dirección tras un periodo de malas actuaciones empresariales en el caso de consejos de administración dominados por externos, frente a los dominados por consejeros ejecutivos, o internos (Weisbach, 1988)². Sin embargo, es necesario matizar que estos resultados no son, a priori, directamente trasladables al caso español. Nuestro país presenta mercados de capitales menos desarrollados y mecanismos de gobierno predominantemente internos.

La especial labor supervisora de los consejeros no ejecutivos se ve reforzada por su independencia de los directivos y por los incentivos para realizar esta labor, entre los que se incluyen su preocupación por la reputación en el mercado profesional de consejeros y las posibles implicaciones legales derivadas de una ineficiente supervisión. Existe evidencia empírica que demuestra que el mercado premia a los consejeros que poseen una buena reputación con un mayor número de asientos en otros consejos, y penaliza a los consejeros de empresas con elevados costes de agencia. Es el caso de empresas con problemas de insolvencia financiera y objeto de opas hostiles (Kaplan y Reishus, 1990; Gilson, 1990 y Shivdasani, 1993).

De acuerdo con los argumentos expuestos sería de esperar que los consejos de administración con una mayor proporción de consejeros no ejecutivos realicen de forma más eficiente su labor supervisora de la actuación directiva, disminuyendo así los costes de agencia e incrementando, consecuentemente, el valor empresarial. Sin embargo, los resultados de los trabajos empíricos que relacionan la composición del consejo de administración de una empresa y su valor no son concluyentes. McAvoy *et al.* (1983) y Hermalin y Weisbach (1991) no encuentran que exista una relación significativa entre la fracción de consejeros no ejecutivos y el valor empresarial, mientras que los trabajos de Baysinger y Butler (1985), Barnhart *et al.* (1994) y Yermarck (1996) demuestran la existencia de una relación positiva³.

²Hay que tener en cuenta que dentro del grupo de consejeros externos o no ejecutivos, se incluyen, tanto los realmente independientes como otros que mantienen relaciones de negocios con la empresa, lo que se ha denominado los consejeros "grey" o grises. Esta tipología de consejeros incluye, entre otros, abogados o ejecutivos de bancos comerciales y de inversión que, aunque sin ocupar puestos ejecutivos en la empresa, mantienen una estrecha relación con la misma. Ver Weisbach (1988), Shivdasani (1993) y Yermarck (1996).

³Otros estudios relativos, por ejemplo, a la adopción de píldoras venenosas (Brickey *et al.*, 1994), las adquisiciones empresariales (Byrd and Hickman, 1992), o la

El segundo factor que se debe considerar al evaluar las actuaciones del consejo de administración es la participación accionarial del equipo gestor que incluye, tanto a los altos directivos como a los consejeros empresariales. La literatura financiera diferencia dos tipos de accionistas: los internos y los externos. Los accionistas internos gestionan la empresa y por ello, pueden incrementar sus derechos, económicos y no económicos, dando lugar a posibles comportamientos oportunistas que disminuirán cuánto más directamente influyan las decisiones empresariales sobre su riqueza personal. Sin embargo, la participación accionarial de los directivos y de los consejeros presenta limitaciones como solución a los problemas de agencia y puede acarrear un efecto de atrincheramiento gerencial. Así, un directivo averso al riesgo, con una mayor fracción de su riqueza ligada al rendimiento de la empresa, puede decidir seguir políticas altamente conservadoras. También, el mayor poder de voto de los directivos y consejeros, puede limitar la actuación supervisora del resto de los accionistas y de los mercados, laboral, de productos y de control corporativo, al poseer los internos suficiente poder de voto para garantizar la continuidad de su empleo.

El doble efecto que la participación accionarial del equipo gestor puede generar sobre el valor de la empresa, explica que se hayan formulado dos hipótesis de trabajo de signo contrario. De una parte, la hipótesis de la convergencia de intereses, que predice que mayores participaciones accionariales de este grupo incrementarán el valor de mercado de la empresa y, de otra, la hipótesis del atrincheramiento, que predice que dicha participación accionarial generará un efecto negativo sobre el valor de mercado de la misma. El predominio, para distintos niveles de participación accionarial del equipo gestor, de la hipótesis de la convergencia de intereses, o de la hipótesis del atrincheramiento puede dar lugar a una relación de carácter no lineal entre la participación accionarial del equipo gestor y el valor de mercado de la empresa, de acuerdo con la relación sugerida por distintos autores en sus respectivos trabajos (Morck *et al.*, 1988; McConnell y Servaes, 1990; Hermalin y Weisbach, 1991; Barnhart *et al.*, 1994).

El tercer factor antes mencionado en relación al papel supervisor del consejo es su tamaño. Por una parte, un mayor tamaño de este órgano supervisor y, por tanto, un mayor número de consejeros, puede incrementar la reacción del mercado ante el nombramiento de consejeros (Rosenstein and Wyatt, 1990) apoyan también el efecto positivo de los consejeros no ejecutivos sobre el valor de la empresa.

mentar el nivel de opiniones y argumentos críticos hacia la actuación directiva y, como consecuencia, producir un aumento del valor de la empresa. Sin embargo, el tamaño también puede reducir la efectividad del consejo al ralentizar el proceso de toma de decisiones por la existencia de problemas de coordinación e información. La evidencia empírica a este respecto, aunque no abundante, tiende a enfatizar el efecto neto negativo sobre el valor empresarial asociado a consejos de un elevado tamaño (Kini *et al.*, 1995 y Yermarck, 1996).

2.2 *Hipótesis de la investigación*

De acuerdo con los antecedentes expuestos, el objetivo del presente trabajo es analizar la incidencia sobre el valor de mercado de la empresa de cada uno de los factores determinantes de la capacidad supervisora del consejo de administración en las grandes empresas españolas. En este sentido, la composición del consejo, la participación accionarial del equipo gestor y el tamaño de este órgano supervisor constituyen las variables independientes que explican la eficiencia de este órgano de control y repercuten en el valor de la empresa. Las relaciones esperadas entre el valor de la empresa y cada una de estas variables son:

1. Una relación positiva entre la composición de consejo, medida a través de la proporción de consejeros no ejecutivos, y el valor de mercado de la empresa. La fundamentación de esta relación hay que buscarla en el papel supervisor ejercido por los no ejecutivos.
2. Una relación no lineal entre la participación accionarial del equipo gestor, definido como el conjunto de directivos y consejeros empresariales, y el valor empresarial. El origen de dicha relación es el predominio, para diferentes niveles de participación de este grupo, de la hipótesis de convergencia de intereses, o de la hipótesis del atrincheramiento.
3. Una relación no lineal entre el tamaño del consejo y el valor de la empresa. Inicialmente, incrementos en el tamaño del consejo incrementarán su efectividad, pero a partir de un cierto tamaño, el consejo presentará disfunciones y la adición de un consejero disminuirá su efectividad.

Para estimar la relación entre el ratio q de Tobin, indicador del valor de la empresa, y las características del consejo de administración se utilizan modelos de regresión por mínimos cuadrados ordinarios.

3. Base de datos

3.1 Base de datos y variables utilizadas

La muestra final utilizada en el estudio está compuesta por un conjunto de 67 empresas no financieras pertenecientes a siete sectores que cotizaban en la Bolsa de Madrid durante el ejercicio económico de 1993⁴. La base de datos fue elaborada a partir de las memorias anuales, de la información suministrada por la CNMV y la Bolsa de Madrid y de los directorios: "Spain: The Shareholder's Directory", "Who's Who in Spain", Duns 50,000 y Dicodi. Estos últimos anuarios han permitido reconstruir la composición y estructura de los consejos de administración de las empresas consideradas.

El valor de la empresa se aproxima utilizando el ratio q de Tobin (q)⁵, definido como el ratio del valor de mercado de la empresa en relación al coste de reemplazamiento de los activos de acuerdo con la metodología propuesta por Alonso y Bentolila (1991)⁶ y los ratios de depreciación económica propuestos por Hulten and Wykoff (1980). Con este indicador se pretende obtener una estimación del valor de los activos intangibles, ventajas competitivas y oportunidades de crecimiento de la empresa. Constituye, en este sentido, una medida apropiada de la capacidad de generar riqueza por parte de los administradores.

Como medida de la composición del consejo de administración y, por tanto, del nivel de independencia de este órgano supervisor respecto

⁴Esta muestra ha sido depurada eliminando valores extremos de la variable dependiente, aquéllos cuyos residuos tipificados sean valores atípicos a más de dos desviaciones estándar. Los valores extremos eran los mismos para todas las regresiones consideradas en el Cuadro 3.

⁵Distintos trabajos empíricos utilizan este ratio como medida del valor de la empresa (Morck *et al.*, 1988; McConnell and Servaes, 1990; Hermalin and Weisbach, 1991; Yermack, 1996).

⁶Esta metodología estima el numerador del ratio q como la suma del valor de mercado de los fondos propios, una estimación del valor de mercado de los fondos ajenos a medio y largo plazo y el valor contable de los fondos ajenos a corto plazo (en nuestro caso, hemos supuesto el valor contable de la deuda igual a su valor de mercado, independientemente del plazo). La estimación del denominador se basa en un procedimiento iterativo que actualiza el valor contable de los activos empresariales a su valor de reposición. Este método se caracteriza por no utilizar un año base en el que se igualan el valor contable y el valor de reposición del activo, sino que actualiza el valor contable del activo en el año base basándose en una estimación de su antigüedad media. Esta característica permite el cálculo del ratio partiendo de un año base en el que no ha tenido lugar ningún proceso de revalorización contable.

a los gestores empresariales, se utiliza la proporción de consejeros no ejecutivos o externos (EXT). Esta variable se define considerando como consejeros externos a aquellos que no ocupan, ni han ocupado en el pasado, puestos ejecutivos en la empresa. A pesar de que habría sido deseable diferenciar dentro del grupo de consejeros externos, entre los que son realmente independientes y aquéllos que mantienen lazos con la empresa (consejeros grises), nos fue imposible obtener datos relativos a la actividad o empleo de algunos miembros del consejo por lo que, finalmente, no pudimos incluir esta variable en el estudio. En todo caso, cabe esperar que los resultados de nuestro trabajo no se verían afectados ya que el incluir este tipo de consejeros no totalmente independientes dentro del grupo de los consejeros externos actuaría en sentido contrario a la relación positiva esperada entre la proporción de consejeros externos y ratio q de Tobin.

La participación accionarial del equipo gestor (PGES) se define como la proporción de acciones poseída por los directivos y consejeros de la empresa a partir de los datos de la CNMV. Esta variable recoge únicamente la participación accionarial, directa e indirecta, declarada a título individual por los miembros del equipo gestor a la CNMV, por lo que no tiene en cuenta la participación accionarial a la que este grupo puede estar representando a nivel empresarial. Por ello, es de esperar que el valor de esta variable sea bajo.

El tamaño del consejo de administración (TAMCON) se define como el número de componentes de este órgano, tal y como se refleja en las memorias anuales.

Como variables de control introducimos el apalancamiento financiero de la empresa (APAL) definido como el ratio deuda entre activo total, el tamaño de la empresa (TAMEMP) definido como el logaritmo de las ventas de la empresa y variables ficticias representativas de la adscripción sectorial de las empresas de la muestra.

3.2 Estadísticos descriptivos de las variables

El Cuadro 1 presenta los valores de los estadísticos descriptivos (media, máximo, mínimo y desviación estándar) de las variables consideradas en el modelo. Como podemos observar el valor del ratio q de Tobin (q) varía entre 0,26 y 2,54, con un valor medio de 1,04. La proporción de consejeros externos (EXT) presenta un valor mínimo de 0 y un valor máximo de 92%, con un valor medio de aproximadamente un 69%, lo que sugiere la existencia en la muestra de un bajo porcentaje

de empresas donde dominan los consejeros internos, o ejecutivos. Este valor medio de EXT es ligeramente superior al que presentan estudios previos para el mercado estadounidense en relación a la proporción de consejeros independientes (sin incluir los consejeros “grises”), donde el valor medio de esta variable fluctúa entre el 54% (Yermarck, 1996) y el 60% (Barnhart *et al.*, 1994). En nuestra muestra, la participación accionarial del equipo gestor (PGES) varía entre 0 y 74,23%, con un valor medio de 7,46%, valor medio relativamente bajo si lo comparamos con el observado por Morck *et al.* (1988), o Yermarck (1996)⁷, para el mercado estadounidense. El tamaño del consejo de administración (TAMCON) varía entre 3 y 29 consejeros, presentando un valor medio de aproximadamente 11 consejeros, media que es ligeramente inferior a la observada en el mercado estadounidense, aproximadamente 12 consejeros (Barnhart *et al.*, 1994; Yermarck, 1996), y superior a la observada en el mercado británico, aproximadamente 8 consejeros (Franks *et al.*, 1997). En cuanto a la variable de control apalancamiento financiero (APAL), su valor medio es del 52%.

CUADRO 1
Estadísticos descriptivos

	Media	Mediana	Desviación Estándar	Máximo	Mínimo
q	1,04	0,98	0,50	2,54	0,26
EXT	0,69	0,71	0,18	0,92	0
PGES	0,07	0,01	0,15	0,74	0
TAMCOM	10,75	10,00	5,07	29	3
APAL	0,52	0,51	0,23	1,20	0,03
TAMEMP	4,27	4,34	0,83	6,09	2,56

El Cuadro 2 muestra las correlaciones entre estas variables, donde el valor entre paréntesis corresponde a la probabilidad de no rechazar la hipótesis nula de que las correlaciones entre las variables sean iguales a cero. Como se puede observar existe una elevada correlación de signo positivo entre la proporción de consejeros externos (EXT) y el tamaño del consejo (TAMCON). La proporción de consejeros externos (EXT) guarda una relación negativa y estadísticamente significativa con la participación accionarial del equipo gestor (PGES).

⁷Morck *et al.* (1988) encuentran un valor medio del 9% para la participación accionarial de los consejeros utilizando la muestra de empresas de Fortune 500 y Yermarck (1996) encuentra un valor medio para la participación accionarial del equipo gestor del 10% con la muestra de empresas de Forbes 500. Sin embargo, para Barnhart *et al.* (1994), utilizando la muestra de Standard & Poor's 500, el valor medio de la participación accionarial del equipo gestor es del 6%.

Asimismo, la relación entre el tamaño del consejo de administración (TAMCON) y la participación accionarial del equipo gestor (PGES) es negativa y estadísticamente significativa. Además, el tamaño del consejo (TAMCON) muestra una correlación positiva con el tamaño empresarial (TAMEMP).

CUADRO 2
Matriz de correlaciones

	EXT	PGES	TAMCOM	APAL	TAMEMP
q	0,203 (0,099)	-0,013 (0,917)	0,096 (0,439)	0,173 (0,166)	-0,125 (0,318)
EXT		-0,415** (0,000)	0,421** (0,000)	-0,082 (0,513)	0,217 (0,080)
PGES			-0,293* (0,016)	-0,111 (0,377)	-0,251* (0,042)
TAMCOM				-0,126 (0,314)	0,483** (0,000)
APAL					0,108 (0,391)

El número entre paréntesis corresponde al coeficiente de probabilidad de Pearson, que prueba la hipótesis nula de que las correlaciones entre las variables son iguales a cero.

* Correlación estadísticamente significativa al nivel del 5%

** Correlación estadísticamente significativa al nivel del 1%

4. Resultados

De acuerdo con el objetivo expuesto se construye un modelo de regresión lineal múltiple para verificar las relaciones esperadas entre el valor de la empresa (medido con el ratio q de Tobin) y los factores determinantes de la capacidad supervisora del consejo.

El Cuadro 3 presenta los resultados obtenidos. La evidencia muestra la existencia de una relación positiva y significativa entre la proporción de consejeros externos (EXT) y el ratio q de Tobin (reg. 1 y 2). En relación al efecto de la participación accionarial del equipo gestor (PGES) podemos observar la existencia de una relación no lineal entre esta variable y el valor empresarial, cuando se incluye un término lineal (PGES) y un término cuadrático (PGES²). El término lineal (PGES) es positivo, mientras que el término cuadrático (PGES²) es negativo (reg.1 y 2)⁸, lo que indica la existencia de una relación no lineal

⁸ Hay que tomar estos resultados, sin embargo, con cautela, pues al excluir un valor extremo de participación accionarial del 74% las relaciones de esta variable con el ratio q, aunque siguen mostrando los mismos signos, dejan de ser estadísticamente significativas. Es de destacar, además, que al asumir la existencia de un relación lineal entre ambas variables la relación no resulta ser estadísticamente significativa y disminuye el poder explicativo del modelo.

entre la participación accionarial del equipo gestor y el valor empresarial. Inicialmente, para niveles de participación accionarial inferiores a aproximadamente el 25%, domina el efecto atrincheramiento, pero, sin embargo, para niveles superiores a este porcentaje incrementos de la participación accionarial del equipo gestor incrementan el valor de la empresa y, por tanto, apoyan la hipótesis de la convergencia de intereses. Sin embargo, debemos ser cautos al analizar estos resultados ya la mayoría de las empresas (54 de 67) muestran una participación accionarial del equipo gestor (PGES) inferior al 10%. Ello se debe a que esta variable recoge, únicamente, la participación accionarial de los directivos y miembros del consejo a título individual y no la posible influencia derivada de si representan, o no, a un gran accionista.

CUADRO 3
Relación entre las características del consejo de administración
y el ratio q de Tobin

	REG1	REG2	REG3	REG4	REG5
Constante	0,527 (1,158)	0,711 (1,507)	0,237 (0,417)	0,573 (1,172)	0,891 (1,740*)
EXT	0,749 (1,830*)	0,914 (2,232**)	0,809 (1,968*)	0,680 (1,666)	0,714 (1,784*)
PGES	-2,424E-02 (-2,053**)	-2,401E-02 (-2,001*)	-2,260E-02 (-1,908*)	-2,300E-02 (1,963*)	-1,852E-02 (1,551)
PGES2	4,790E-4 (2,461**)	4,681E-04 (2,367**)	4,524E-04 (2,317**)	4,500E-04 (2,323**)	4,270E-04 (2,222**)
TAMCOM	8,936E-01 (1,859*)		8,913E-02 (1,861*)	8,741E-02 (1,836*)	8,465E-02 (1,567)
TAMCOM2	-2,499E-03 (1,680*)		-2,488E-03 (-1,679*)	-2,472E-03 (-1,679*)	-1,896E-03 (-1,273)
LOGTAMCON		0,177 (0,331)			
APAL	0,638 (2,193**)	0,508 (1,788*)	0,718 (2,412**)	0,621 (2,155**)	0,577 (2,019**)
TAMEMP	-0,161 (1,790*)	-0,151 (-1,675*)	-0,183 (-2,002*)	-0,167 (-1,868*)	-0,191 (-2,134**)
CONACC			0,341 (1,169)		
PBANCOS				3,448E-03 (1,424)	
GFAM					-0,255 (-1,848*)
F	2,553***	2,480**	2,491***	2,567***	2,726***
R2 Ajustado	0,254	0,231	0,259	0,269	0,268

* Estadísticamente significativo al nivel del 10%.

** Estadísticamente significativo al nivel del 5%.

*** Estadísticamente significativo al nivel del 1%

Por último, en relación al efecto del tamaño del consejo de administración (TAMCON) sobre el ratio q , para tener en cuenta la posible relación no lineal entre el tamaño del consejo y el valor empresarial, incluimos un término lineal (TAMCON) y un término cuadrático (TAMCON2) para esta variable. Los resultados indican la existencia de una relación positiva estadísticamente significativa entre el término lineal (TAMCON) y el ratio q de Tobin, y una relación negativa entre el término cuadrático (TAMCON2) y el ratio q (reg.1).

Estos resultados sugieren, asimismo que el tamaño óptimo del consejo se situaría en torno a los 17-18 miembros. Sin embargo, debemos de ser también cautelosos en este caso al referirnos a la tendencia negativa asociada a tamaños de consejos elevados (el término cuadrático TAMCON2), ya que pocas empresas de la muestra presentan consejos con más de 18 miembros (sólo un 7,5% de la muestra total). Cuando en lugar del término lineal y cuadrático se introduce, para tener en cuenta la posible relación no lineal entre el tamaño del consejo y el ratio q , el logaritmo del número de consejeros (LOGTAMCON, reg. 2), los resultados indican la existencia de una relación positiva, aunque no significativa.

En relación a las variables de control los resultados indican la existencia de: (i) una relación positiva y significativa entre el apalancamiento financiero (APAL) y el ratio q , lo que sugiere que la deuda disminuye los flujos de caja libres y reduce los posibles comportamientos discretivos de los gestores, (ii) una relación negativa entre el tamaño de la empresa (TAMEMP) y su valor, (iii) una relación, en general, significativa entre las variables ficticias representativas de la adscripción sectorial de las empresas de la muestra y el ratio q , lo que indica la importancia del componente sectorial.

4.1 Controles adicionales

Dado que otras variables no incluidas en el estudio pueden influir también en el valor empresarial, se reestiman los modelos analizados incluyendo variables representativas de la concentración accionarial, la participación accionarial según el tipo de accionista y la presencia de un grupo familiar en la empresa. Al incluir la variable concentración accionarial, definida como el porcentaje accionarial poseído por el mayor accionista, los dos, tres o cinco mayores accionistas, no se encuentra una relación significativa entre ninguna de estas variables y el ratio q de Tobin. Cuando se incluyen variables ficticias, que toman

valor 1 si existe un gran accionista, definido como aquél cuya participación accionarial supera el 5%, y toman valor 0 en caso contrario (CONACC), la relación, aunque positiva, tampoco es estadísticamente significativa, aunque en este caso el poder explicativo del modelo incrementa ligeramente (reg. 3, Cuadro 3).

Al diferenciar según el tipo de accionista, se encuentra que la única variable que incrementa el poder explicativo del modelo es la participación accionarial bancaria (PBANCOS) que muestra una relación positiva, aunque la significación no alcanza el nivel del 90% (reg. 4, Cuadro 3). Para tener en cuenta el posible efecto de los grupos familiares sobre el ratio q de Tobin se incluye una variable ficticia (GFAM) que toma valor 1 si dentro del equipo gestor se encuentran dos o más miembros de la misma familia y 0 en caso contrario. El coeficiente de esta variable resulta ser negativo y estadísticamente significativo para un nivel de confianza del 90%, sugiriendo que la presencia dentro del equipo directivo de grupos familiares disminuye su valor (reg. 5, Cuadro 3). Este coeficiente negativo sugiere así que los grupos familiares pudieran atrincherarse por encima de su poder de voto, mostrando comportamientos no maximizadores de valor, como son la reserva de cargos directivos o puestos en el consejo de administración (Hermalin and Weisbach, 1991)⁹.

5. Conclusiones

Este trabajo analiza el efecto de las características del consejo de administración sobre el valor empresarial en el mercado de capitales español. Específicamente estudiamos como la composición del consejo de administración, la participación accionarial del equipo gestor y el tamaño del consejo influyen sobre el ratio q de Tobin. Los resultados obtenidos indican la existencia de una relación positiva y estadísticamente significativa entre la proporción de consejeros no ejecutivos presentes en el consejo de administración de una empresa y el ratio q , hecho que

⁹Para confirmar la robustez de los resultados obtenidos se reestimaron todas las regresiones utilizando como variable dependiente, en lugar del ratio q de Tobin, el ratio q contable definido como la relación entre el valor de mercado de la empresa y su valor contable. Se comprobó que los dos ratios estaban altamente correlacionados y que los resultados obtenidos al utilizar esta variable no alteraban significativamente las conclusiones del estudio. Igualmente se introdujeron variables alternativas representativas del apalancamiento financiero, definido, en este caso, como el ratio deuda fondos propios, y del tamaño de la empresa, definido como el logaritmo del activo total. Los resultados no se veían alterados.

sugiere que los consejeros externos influyen positivamente en la labor supervisora y disciplinadora realizada por el consejo. Estos resultados confirman los obtenidos por otros autores como Baysinger y Butler (1985) o Barnhart *et al.* (1994) para el mercado estadounidense.

En relación a la participación accionarial del equipo gestor los resultados sugieren la existencia de una relación no lineal entre esta variable y el ratio q de Tobin. Esta no linealidad sugiere la distinta importancia relativa, para diferentes niveles de participación accionarial, de la hipótesis de convergencia de intereses o del atrincheramiento. Estos resultados están en la línea de los obtenidos por Morck *et al.* (1988), McConnell y Servaes (1990) o Hermalin y Weisbach (1991) para el mercado anglosajón.

La evidencia encontrada en relación al tamaño del consejo de administración indica asimismo la existencia de una relación no lineal entre esta variable y la efectividad supervisora del consejo. En este sentido, los resultados parecen sugerir que, inicialmente, incrementos en el tamaño del consejo de una empresa incrementan el valor empresarial, pero, a partir de un cierto tamaño, el efecto neto de un consejero adicional deja de ser positivo y se torna en negativo. Esta relación sugiere que los problemas de coordinación y toma de decisiones en consejos con un elevado número de miembros superan sus posibles ventajas. Estos resultados que apoyan la no linealidad de la relación corroboran los obtenidos por Yermarck (1996) para el mercado estadounidense, pese a que en dicho estudio la relación dominante es la negativa.

Referencias

- Alonso, C. y S. Bentolila (1991): "La relación entre la inversión y la q de Tobin en las empresas industriales españolas", Documento de Trabajo 9203, Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.
- Barnhart, S.W., M.W. Marr y S. Rosenstein (1994): "Firm performance and board composition: some new evidence", *Managerial and Decision Economics* 15, pp. 329-340.
- Baysinger, B. y H. Butler (1985): "Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition", *Journal of Law, Economics and Organization* 1, pp. 101-124.
- Brickley, J.A., J.L. Coles y R.L. Terry (1994): "Ownership directors and the adoption of poisson pills", *Journal of Financial Economics* 35, pp. 371-390.
- Byrd, W. y K. Hickman (1992): "Do outside directors monitor managers?", *Journal of Financial Economics* 32, pp.195-221.

- Franks, J., C. Mayer y L. Rennerborg (1997): "The role of large share stakes in poorly performing companies in the U.K.", Paper presented at the 20th Suerf Colloquium, Budapest.
- Gilson, S.C. (1990): "Bankruptcy, boards, banks and blockholders: evidence on changes in corporate ownership and control when firms default", *Journal of Financial Economics* 23, pp. 355-388.
- Hermalin, B.E. y M.S. Weisbach (1991): "The effects of board composition and direct incentives on firm performance", *Financial Management* 20, pp. 101-112.
- Hulten, C. y F. Wykoff (1980): "The measurement of economic depreciation", en *Depreciation, Inflation and the Taxation of Income from Capital*, Urban Institute.
- Jarrel, G.A., J.A. Brickley y J.M. Netter (1988): "The market for corporate control: The empirical evidence since 1980", *Journal of Economic Perspectives* 2, pp. 49-68.
- Jensen, M.C. y K.J. Murphy (1990): "Performance pay and top management incentives", *Journal of Political Economy* 98, pp. 225-263.
- Jensen, M.C. y R.S. Ruback (1983): "The market for corporate control: The scientific evidence", *Journal of Financial Economics* 11, pp 5-50.
- Kaplan, S. y D. Reishus (1990): "Outside directorships and corporate performance", *Journal of Financial Economics* 27, pp 389-410.
- Kini, O., W. Kracow y S. Mian (1995): "Corporate takeovers, firm performance and board composition", *Journal of Corporate Finance* 1, pp. 383-412.
- McAvoy, P.W., S. Conter, J. Dona y S. Peck (1983): "ALI proposals for increased control of the corporation by the Board of Directors: an economic analysis", en Statement of the Business Roundtable on the American Law Institute's proposed principles of corporate governance structure- Restatement and recommendations, New York.
- McConnell, J.J. y H. Servaes (1990): "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics* 27, pp. 595-612.
- Mehran, H. (1995): "Executive compensation structure, ownership, and firm performance", *Journal of Financial Economics* 38, pp. 163-184.
- Morck, R., A. Shleifer y R.W. Vishny (1988): "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics* 20, pp. 293-315.
- Rosenstein, S. y J. Wyatt (1990): "Outside directors, board independence, and shareholder wealth", *Journal of Financial Economics* 26, pp. 175-191.
- Shivdasani, A. (1993): "Board composition, ownership structure and hostile takeovers", *Journal of Accounting and Economics* 16, pp. 167-198.
- Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1986): "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy* 94, pp. 461-488.
- Weisbach, M.S. (1988): "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics* 20, pp.431-460.
- Yermack D. (1996): "Higher market valuation of companies with a small board of directors", *Journal of Financial Economics* 40, pp. 185-211.

Abstract

This paper uses a sample of non-financial firms listed on the Madrid Stock Exchange in 1993 to analyze the relationship between the firms' market valuation (measured by Tobin's q) and (i) the size and composition of the boards and the (ii) ownership share of the management. We find evidence of a non-linear effect of the board size, which is positive for small sizes, and a positive effect of the proportion of non-executive directors. The evidence also suggests the existence of a non-linear effect of the management ownership, which is negative for small shareholdings.