

REALIZADA POR:

Antonio Mínguez Vera

DIRIGIDA POR:

Juan Francisco Martín Ugedo

LUGAR DE CELEBRACIÓN:

Universidad Politécnica de Cartagena

FECHA DE LECTURA:

13 de Diciembre de 2004

TRIBUNAL:

Juan Carlos Gómez Sala
(Presidente)

María Gutiérrez Urtiaga
(Secretaria)

Domingo García Pérez de Lema
(Vocal)

Constantino José García Martín
(Vocal)

Jorge Farinha
(Vocal)

CONCENTRACIÓN ACCIONARIAL Y CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN COMO MECANISMOS DE CONTROL INTERNO: CUATRO ENSAYOS.

RESUMEN

El gobierno de la empresa y los mecanismos que a la hora de aunar los intereses de propietarios y gestores propone, han sido objeto de gran atención en los últimos años. Dichos mecanismos se suelen clasificar en internos y externos a la compañía. De éstos, los externos son particularmente importantes en los países anglosajones, con estructuras de propiedad dispersas; mientras que los internos predominan en los demás mercados, incluido el español.

Así, el estudio de la estructura de propiedad y del consejo de administración, considerados unos de los mecanismos de

control interno más importantes, resulta trascendente a la hora de analizar el estado del gobierno corporativo en nuestro país, tema de reciente actualidad y que ha sido objeto de numerosas controversias y reformas recientes.

La eficacia de la estructura de propiedad como mecanismo de control, puede estar relacionada con una serie de variables, como son la concentración accionarial; el grado de control y el tipo de principal propietario.

La tesis doctoral que aquí se resume, analiza la estructura accionarial y del consejo de administración como mecanismos de control interno de los conflictos de agencia entre accionistas y directivos. Así, se presentan cuatro ensayos en sendos capítulos.

Los dos primeros capítulos se centran en la estructura accionarial, mientras los dos últimos hacen referencia al consejo de administración.

Una estructura de propiedad concentrada puede ser un mecanismo eficaz para la alineación de los intereses entre propietarios y gestores, ya que los beneficios de ejercer el control se relacionan directamente con la participación en el capital del propietario activo. Sin embargo, también es posible que suponga una serie de desventajas. Por un lado, el mayor poder en manos de los principales accionistas puede ser utilizado para expropiar la riqueza de los propietarios minoritarios. Por otro lado, cabe la posibilidad que aquellas empresas con una estructura de propiedad más concentrada presenten una menor liquidez de mercado.

En el primer capítulo de esta tesis doctoral, a caballo entre el gobierno de la empresa y la microestructura de mercado, se ha examinado este segundo inconveniente. Para ello se han definido una serie de medidas de liquidez alternativas: los spreads absoluto y relativo, la profundidad y el índice de calidad. En cuanto a las variables de concentración, se ha contemplado la propiedad accionarial de los consejeros, el porcentaje de acciones que poseen aquellos accionistas con una participación igual o superior al 5% y la concentración accionarial de los propietarios con participaciones significativas que no actúan como miembros del consejo de administración.

Los resultados, obtenidos a través de un sistema de ecuaciones simultáneas utilizando la metodología de mínimos cuadrados en tres etapas, muestran un efecto positivo de las tres medidas de concentración en la horquilla de precios y negativo en la profundidad y en el índice de calidad. Por tanto, se confirma el hecho de que aquellas empresas con una estructura de propiedad más concentrada se caracterizan por una inferior liquidez. Una posible causa de esta relación estaría en la penalización que el mercado impone a las compañías con una elevada concentración accionarial, ya que la mayor información sobre el futuro precio de las acciones, derivada del incentivo que tienen los principales accionistas a la hora de ejercer el control, puede ser utilizada para acudir al mercado con ventajas sobre los accionistas desinformados. Para investigar esta posibilidad, se estudia la repercusión de las diferentes medidas de concentración en el componente de selección adversa del spread. Los resultados ponen de manifiesto un signo positivo, confirmando la presencia de una menor asimetría informativa en aquellas empresas con una estructura de propiedad más dispersa.

Sin embargo, no sólo cabe la posibilidad de que la estructura de propiedad influya en la liquidez de las acciones, sino que también se puede dar la relación contraria. No obstante, los resultados obtenidos, derivados de la metodología anteriormente expuesta,

muestran una influencia no significativa de la liquidez en la estructura de propiedad.

En el segundo de los capítulos se analiza si la estructura de propiedad es un mecanismo eficaz a la hora de reducir los conflictos de agencia entre propietarios e *insiders* o si, por contra, es utilizada como medio de expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios. Para ello se estudia la influencia de la estructura de propiedad en el valor de la empresa (medido a través de una aproximación de la Q de Tobin). Como variables relativas a la estructura de propiedad, se incluyen la concentración accionarial, el grado de control y el tipo de accionista mayoritario.

La concentración accionarial es medida de diversas formas (la propiedad de del mayor accionista, y de los dos, tres, cuatro y cinco principales propietarios de la empresa, por el índice de Herfindahl y por la suma de la participación en el capital de los accionistas con participaciones significativas). Los resultados muestran un efecto no significativo de las diversas medidas de concentración en el valor de la compañía. Adicionalmente, se contrasta la posibilidad de que exista una influencia no lineal de la concentración accionarial en el valor de la empresa. La evidencia obtenida no confirma este hecho.

Sin embargo, la concentración accionarial es una medida que no tiene en cuenta el grado de dispersión del resto del accionariado. Por ello, se incluye en el análisis el grado de control, medido a través

de índice de Cubbin-Leech. Como resultado se obtiene un efecto positivo de dicho índice en la Q de Tobin.

El tipo de accionista principal es medido por dos variables *dummies*, indicativas de la presencia como tal de un inversor institucional o de una persona individual, respectivamente. Los resultados muestran un efecto no significativo de la presencia de un inversor institucional como principal accionista en la Q de Tobin, mientras que para el propietario individual la repercusión resulta positiva. Todos los resultados de este capítulo se han obtenido utilizando la metodología de datos de panel que permite controlar la heterogeneidad inobservable que las empresas de la muestra pueden presentar.

Finalmente, se ha planteado la posibilidad de que no sólo la concentración accionarial y el grado de control influyan en el valor de la compañía, sino que, además, dicho valor sea un determinante de aquellos. Para controlar la posible endogeneidad de las variables y estudiar la dirección de la relación entre las características de consejo de administración y el valor de la empresa, realizamos un análisis utilizando variables instrumentales a través de la estimación por mínimos cuadrados en dos etapas. Los resultados muestran un efecto positivo de la concentración de la propiedad en el valor de la empresa, mientras que no se obtiene evidencia de la repercusión contraria. En cuanto al grado de control, se observa una

relación recíproca y positiva con respecto a la Q de Tobin.

En el tercer capítulo, se contrasta la labor supervisora del consejo de administración. Para ello, se analiza la repercusión de algunas de las características del consejo de administración en el valor de la sociedad. Las características del consejo estudiadas son la propiedad de los consejeros, el tamaño del consejo y la antigüedad de sus miembros en el cargo. Los resultados muestran un efecto no lineal de la propiedad de los consejeros en el valor de la empresa, de manera que en bajos niveles de participación se incrementa el valor de la compañía, mientras que en niveles alto dicho valor disminuye. En cuanto al tamaño del consejo de administración, se obtiene un signo negativo. Finalmente, la antigüedad en el cargo no se encuentra significativamente relacionada con la Q de Tobin.

En un segundo análisis, se plantea la posibilidad de endogeneidad entre las tres características del consejo expuestas y el valor de la empresa. Los resultados muestran un efecto positivo, negativo y no significativo de la propiedad, tamaño del consejo y antigüedad de los consejeros, respectivamente, en la Q de Tobin. Sin embargo no se obtiene evidencia de que el valor de la empresa determine el nivel de ninguna de las tres características del consejo apuntadas.

El tercer capítulo se cierra con el estudio del efecto sustitución entre la propiedad de los consejeros y la composición

del consejo como mecanismos reductores de los conflictos de agencia. Los resultados muestran un efecto negativo de la participación en el capital de los miembros del consejo en el porcentaje de consejeros externos, confirmando el efecto sustitución entre ambos mecanismos. Sin embargo, no se obtiene evidencia de una repercusión no lineal. Tampoco se confirma la existencia de una influencia significativa entre participación de los consejeros y porcentaje de independientes en el consejo. Finalmente, la composición del consejo no parece ser un determinante de la participación en el capital de sus miembros. Al igual que en el capítulo anterior, se utiliza la metodología de datos de panel, incluyendo además regresiones por mínimos cuadrados en dos etapas para controlar la endogeneidad de las variables.

Por último, en el capítulo cuarto, se estudia la influencia del poder del presidente del consejo de administración y del CEO en el riesgo de la compañía. Para ello se definen como *proxies* del poder la concurrencia en una misma persona de los cargos de presidente y CEO, el estatus de socio fundador de ambos dirigentes, su antigüedad en el cargo, la propiedad accionarial que ostentan y el tamaño del consejo de administración. Como medidas de riesgo se han contemplado los riesgos sistemático y específico derivados del modelo de mercado, la desviación típica de la rentabilidad de los precios de las acciones y el error estimado, en valor absoluto, de un modelo en el que la

variable dependiente es el valor de la empresa, aproximado por la Q de Tobin, y como variables independientes figuran algunas relacionadas con el consejo y su presidente y con el CEO.

Los resultados, obtenidos a través de datos de panel utilizando la metodología de mínimos cuadrados en dos etapas, ponen de manifiesto que tanto la concurrencia de los cargos de presidente del consejo y CEO en una misma persona, como el estatus de fundador de cualquiera de ellos provoca un aumento en el riesgo de la compañía. Por el contrario, se obtiene un efecto negativo de la antigüedad de ambos dirigentes y del tamaño del consejo en dicha variable.

Adicionalmente, se observa que, para el presidente y para el CEO, la propiedad accionarial no presenta efecto alguno en los riesgos sistemático y específico y en la desviación típica del rendimiento de las acciones. Sin embargo, cuando se contrasta la repercusión de la participación en el capital de ambos dirigentes en el valor absoluto del error estimado en la ecuación donde la variable dependiente es la Q de Tobin, se obtiene que dicha propiedad incrementa el riesgo, pero cuando el porcentaje de acciones es elevado, los principales dirigentes se vuelven conservadores llevando a cabo políticas menos arriesgadas.