



**FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS**

Los inversores institucionales en los consejos de administración y sus efectos en las políticas financieras y retributivas de la empresa

Autores

Emma García-Meca

*Departamento Economía Financiera y Contabilidad
Facultad Ciencias de la Empresa
Universidad Politécnica de Cartagena
emma.garcia@upct.es*

Fernando Tejerina-Gaite

*Departamento Economía Financiera y Contabilidad
Escuela Técnica Superior de Ingeniería Informática
Universidad de Valladolid
ftejerina@efc.uva.es*

(*) ESTE TRABAJO OBTUVO UN ACCESIT EN 2013

Los autores agradecen el apoyo financiero del Ministerio de Economía y Competitividad (Proyectos ECO2011-29144-C03-01 y ECO2011-29144-C03-02).

PREMIOS INVESTIGACIÓN FEF 2013

ISBN: 978-84-695-9748-4
Depósito Legal: M-4771-2014
Edita: Fundación Estudios Financieros



RESUMEN	5
1. INTRODUCCIÓN	6
2. INVERSORES INSTITUCIONALES, CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO	13
2.1. Inversores institucionales y gobierno corporativo	13
2.2. Los inversores institucionales y las políticas financieras de la empresa	16
2.3. Los inversores institucionales y las políticas retributivas de la empresa	18
3. ESTUDIO EMPÍRICO	19
3.1. Objetivos	19
3.2. Muestra	20
3.3. Hipótesis	21
3.4. Variables	25
3.5. Método	27
4. RESULTADOS	29
4.1. Análisis descriptivo	29
4.2. Análisis explicativo: efecto sobre la estructura financiera	36
4.3. Análisis explicativo: efecto sobre la estructura de remuneración ...	41
4.4. Análisis de sensibilidad	48
5. CONCLUSIONES	51
APÉNDICE	54
BIBLIOGRAFÍA	55

LISTA DE TABLAS:

Tabla 1. Evolución de la presencia de inversores institucionales en el consejo de administración	29
---	----



Tabla 2.	Estadísticos descriptivos	30
Tabla 3.	Matriz de correlaciones	31
Tabla 4.	Test de comparación de medias: estructura financiera	34
Tabla 5.	Test de comparación de medias: estructura de remuneración ...	35
Tabla 6.	Estimación de los efectos sobre la estructura financiera (endeudamiento)	37
Tabla 7.	Estimación de los efectos sobre la estructura financiera (endeudamiento bancario)	39
Tabla 8.	Estimación de los efectos sobre la remuneración fija de los consejeros	42
Tabla 9.	Estimación de los efectos sobre la proporción de remuneración fija de los consejeros	44
Tabla 10.	Estimación de los efectos sobre la proporción de remuneración variable de los consejeros	45
Tabla 11.	Estimación de los efectos sobre la sensibilidad de la remuneración ..	47
Tabla 12.	Estimación de los efectos sobre la estructura financiera (mínimos cuadrados en dos etapas)	49
Tabla 13.	Estimación de los efectos sobre la estructura de retribución (mínimos cuadrados en dos etapas)	50
Tabla 14.	Lista de variables	54



RESUMEN

La menor protección de los pequeños inversores, recogida en la legislación de gran parte de los países europeos continentales, ha propiciado la adopción de un papel muy activo de los inversores institucionales y de una importante participación de los mismos en la propiedad y el consejo de las empresas no financieras. España destaca en este aspecto por el importante peso que tienen en el consejo de sus empresas los consejeros representantes de grandes paquetes accionariales.

En el ámbito académico, la literatura se ha esforzado por entender la influencia que ejercen los inversores institucionales sobre diversos aspectos de la empresa, si bien la mayor parte de esa investigación se ha centrado en su presencia en la propiedad de las mismas, siendo menor la atención dedicada al papel que desempeñan en el consejo de administración, principal órgano de gobierno de las sociedades.

Con el presente trabajo tratamos de cubrir parcialmente esa laguna, estudiando el efecto de los consejeros institucionales sobre dos de los aspectos del gobierno corporativo que han suscitado un mayor debate a raíz de la actual crisis financiera: las políticas financieras y retributivas de la gran empresa española, abordando con ello un tema que, hasta donde llega nuestro conocimiento, no ha sido suficientemente tratado en la literatura precedente. Para ello hemos formado un panel de datos de 627 observaciones correspondientes a 162 empresas españolas cotizadas en las Bolsas españolas entre 2004 y 2010.

Los resultados de nuestro estudio evidencian que al analizar el comportamiento de los inversores institucionales es necesario tener en cuenta no sólo su participación en la propiedad, sino también su presencia en el consejo de administración. Además, se observa que los inversores institucionales no forman un grupo homogéneo, sino que presentan distintos incentivos y grado de implicación, lo que condiciona la función que desempeñan en el gobierno de las empresas no financieras y, en concreto, en el diseño de las políticas financieras y retributivas.



1. INTRODUCCIÓN

La integración de los mercados de capitales, las fusiones y adquisiciones de empresas, los elevados niveles de riesgo corporativo, los procesos de privatización y los recientes fraudes detectados en importantes empresas estadounidenses y europeas han incrementado la preocupación por el funcionamiento de los mercados a través del buen gobierno de las empresas. En esencia, el gobierno corporativo se puede definir como el conjunto de mecanismos que garantizan a los aportantes de fondos a la empresa la obtención de la rentabilidad generada por sus inversiones y evitan, por tanto, que los partícipes internos a la dirección se apropien indebidamente de dicha rentabilidad para obtener lo que podemos denominar «beneficios privados» (Shleifer y Vishny, 1997).

La literatura reciente ha puesto de relieve la creciente importancia de los inversores institucionales en el gobierno corporativo de las empresas (Elyasiani y Jia, 2010; Ferreira y Matos, 2008; Gillan y Starks, 2003; Ruiz Mallorquí y Santana Martín, 2009; 2011). La teoría sugiere y la evidencia empírica confirma que esos inversores ejercen tareas de control en la empresa (Almazán, et al., 2005) y facilitan la toma de decisiones estratégicas por parte de los miembros del consejo (Hoskisson, et al., 2002). La menor protección de los pequeños inversores, recogida en la legislación de gran parte de los países europeos continentales, ha propiciado la adopción de un papel muy activo de los inversores institucionales y de una importante participación de los mismos en los consejos (Claessens, et al., 2000; Faccio y Lang, 2002; La Porta, et al., 1999; Shleifer y Vishny, 1997). A pesar del alto grado de participación de los inversores institucionales en el gobierno corporativo de los países europeos, la investigación se ha centrado en el papel de dichos inversores como accionistas, prestando escasa atención a su actividad como consejeros de empresas no financieras.

Entre los países del entorno europeo continental España destaca por el importante peso de los consejeros representantes de grandes paquetes accionariales, fundamentalmente consejeros nombrados por inversores institucionales. De hecho, tal y como señalan Heidrick y Struggles (2011), los consejeros dominicales representan un 40% del total de consejeros en España, un 22% en Francia y un 13% en Italia, siendo este porcentaje sólo del 2% de los consejos de empresas británicas¹. Sin embargo, como consecuencia del mayor peso de los estudios en entornos anglosajones, la investigación académica sobre gobierno corporativo se ha centrado fundamentalmente en el papel de los inversores institucionales como accionistas, prestando escasa atención a su actividad como consejeros de empresas no financieras.



Puesto que la intensidad de los conflictos entre accionistas mayoritarios –con representación en el consejo de administración– y accionistas minoritarios, afecta al rendimiento que finalmente obtienen accionistas y acreedores, también puede condicionar la disposición de aquéllos a aportar fondos a la empresa y a influir en el diseño de las políticas retributivas. En esta línea, debido a la relevancia que han adquirido las acciones llevadas a cabo por los inversores institucionales en el actual contexto de crisis económica, en el presente trabajo nos centramos en el análisis de su influencia en los niveles de endeudamiento y remuneración de las empresas no financieras, examinando la incidencia de los consejeros nombrados por este tipo de inversores en las políticas financieras y retributivas de las empresas de cuyos consejos forman parte.

Siguiendo a González y González (2011), la estructura financiera de la empresa española se caracteriza en promedio por un peso relativo elevado del crédito bancario frente a la financiación de mercado (capital y deuda no bancaria). Además, el mayor crecimiento del crédito bancario durante los años precedentes a la crisis financiera ha incrementado el peso absoluto y relativo de este último y ha provocado la disminución de los fondos propios como fuente estable de financiación. De acuerdo con lo anterior, con el presente trabajo se pretende conocer si el alto recurso al endeudamiento por parte de las empresas españolas estaría en parte explicado por características específicas de nuestros consejos de administración, como es el elevado peso de los consejeros institucionales representantes frecuentemente de cajas de ahorro y bancos.

Junto con el elevado riesgo asumido por las empresas durante la crisis financiera, otro de los grandes debates gira en torno a los recientes escándalos relacionados con la quiebra de compañías, acompañados de exorbitantes remuneraciones de los consejeros de las mismas. Esta situación ha dado lugar a la exigencia de mayores niveles de transparencia, así como a la limitación de los salarios de directivos y consejeros. En este sentido, Suiza aprobó el pasado mes de marzo limitar los salarios excesivos y otros «paracaídas dorados» como las indemnizaciones de los directivos de las grandes empresas². Inspirada en el referéndum suizo, por primera vez en la historia de la regulación financiera de la Unión Europea se ha alcanzado un acuerdo en 2013 para fijar un tope a los *bonus* de los directivos bancarios,

¹ El Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo de las Sociedades Cotizadas (CNMV, 2006) recomienda que los consejeros externos dominicales e independientes constituyan una amplia mayoría del consejo y que el número de consejeros ejecutivos sea el mínimo necesario.

² <http://www.rtve.es/noticias/20130303/suiza-aprueba-referendum-679-limitar-salario-directivos/612461.shtml>

³ Véanse a este respecto las recomendaciones 2004/913/EC, 2005/162/EC y 2009/385/EC.



con lo que se pretende evitar que los directivos asuman riesgos excesivos a corto plazo, riesgos que según la Comisión Europea se hallan en el origen de la crisis financiera de 2008. Y es que desde hace tiempo la Comisión Europea ha manifestado su preocupación por la implementación de adecuadas políticas de remuneración corporativa³. En esas recomendaciones la Comisión Europea ha instado a hacer públicas las retribuciones de consejeros y altos directivos, la creación en el seno del consejo de administración de una comisión independiente encargada de las remuneraciones y la adopción de estructuras de remuneración que estimulen la creación de valor y la eficiencia en el largo plazo.

España no ha sido ajena a este proceso y en marzo de 2013 se publicó la Orden ECC/461/2013, con la que se pretende reforzar y ampliar la información que debe contener el Informe Anual de Gobierno Corporativo y añadir la obligación de presentar un Informe Anual de Remuneraciones. Así, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) exigirá a partir del 1 de enero de 2014 una información mucho más detallada sobre las retribuciones de los consejos de administración de las empresas cotizadas y otras sociedades emisoras de valores. El supervisor ha establecido a través de una circular los modelos de informes anuales de remuneraciones que, por primera vez, incluirán necesariamente todas las retribuciones de cada uno de los consejeros individualizadas y explicadas de forma exhaustiva, y comparadas con las obtenidas el año anterior.

En el ámbito académico, las políticas retributivas han sido objeto de estudio en numerosos trabajos que analizan su cuantía, su estructura, los factores que influyen en su determinación o su incidencia sobre el valor empresarial, entre otros aspectos (Fernández, et al., 2011). A pesar de la importancia de estas cuestiones, mientras la retribución de los directivos ha sido ampliamente discutida a lo largo de los años, la retribución de los consejeros sólo ha empezado a recibir atención recientemente (Andreas, et al., 2012; Chen, et al., 2011). Sin embargo, la retribución del consejo es un tema cada vez más recurrente no sólo en la literatura, sino también en los medios de comunicación (Boyd, et al., 2012). Efectivamente, el clamor suscitado por la desorbitada remuneración de algunos consejeros, cuya gestión además ha tenido consecuencias nefastas para sus empresas, ha reavivado el debate acerca de la influencia de los sistemas de retribución en la asunción de excesivos riesgos, en la inestabilidad del sistema financiero y en la pérdida de confianza en el funcionamiento de los mercados.

La importancia del tema se refleja también en la existencia internacional de códigos de buen gobierno y diferentes tipos de regulación que coinciden en la necesidad de incrementar el control y la transparencia de las políticas retributivas de los consejeros. En este sentido, analizar si la presencia de diferentes tipos de inversores institucionales en



el consejo origina diferencias significativas en las políticas retributivas puede ayudar a profundizar en la diversidad de incentivos y costes de control que soportan los distintos inversores institucionales, lo que a su vez enriquece el debate sobre el grado adecuado de implicación de este tipo de inversores en el gobierno de la empresa.

A la luz de los planteamientos anteriormente expuestos, el presente trabajo se plantea dos objetivos fundamentales:

1. El análisis de la influencia de los consejeros nombrados por inversores institucionales en los niveles de endeudamiento global y bancario.
2. El análisis de los efectos de los consejeros nombrados por inversores institucionales en las políticas retributivas de la empresa.

Además, se ha comprobado que los inversores institucionales, lejos de constituir una categoría monolítica, presentan características de negocio y objetivos diferenciados (Almazán, et al., 2005; Borokhovich, et al., 2006; Brickley, et al., 1988; Cornett, et al., 2007; Chen, et al., 2007; Ferreira y Matos, 2008; Gillan y Starks, 2003; Ruiz Mallorquí y Santana Martín, 2011). En consecuencia, nos planteamos incorporar al análisis tales diferencias distinguiendo entre aquellos inversores institucionales que mantienen relaciones comerciales con la empresa en cuyo consejo se sientan –a los que denominaremos, siguiendo a Almazán, et al. (2005), consejeros pasivos– y aquellos otros cuya relación con la empresa se circunscribe a su actuación como consejeros dominicales poseedores de un paquete accionarial significativo, denominados consejeros activos. Late de fondo la idea de que el tipo de relación existente entre el inversor institucional y la empresa determina en gran medida el papel que desempeñan en la misma los consejeros institucionales y, por tanto, las decisiones financieras que toma el consejo.

Desde el punto de vista teórico, en la literatura sobre consejos de administración ha tenido un papel preponderante la teoría de la agencia. Sin embargo, otras perspectivas como la *resource based theory*, la *stewardship theory* y la *resource dependency theory*, pueden proporcionar también un marco teórico fructífero en el estudio de los consejeros institucionales (Davis, et al., 1997; Gabrielsson y Huse, 2005; Johnson, et al., 1996). De acuerdo con la teoría de la agencia, los consejeros institucionales realizan tareas de control con lo que consiguen reducir los problemas de agencia entre accionistas y directivos (Fama y Jensen, 1983; Jensen y Meckling, 1976). Sin embargo, de acuerdo con otros enfoques, los inversores institucionales favorecen la presencia de altos ejecutivos en los consejos de administración debido a su idoneidad para definir e implementar la estrategia de la empresa y facilitar la coordinación y cooperación entre los diferentes *stakeholders* (Cuevas-Rodríguez, et

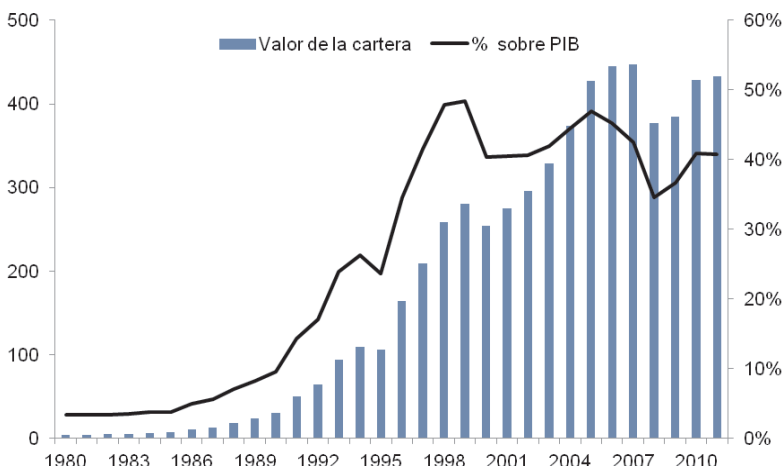


al., 2012; Pugliese, et al., 2009). Tal y como señalan Van Ees, et al. (2009) y Pugliese, et al. (2009) en nuestro trabajo consideramos que los consejeros institucionales no solo se involucran en la resolución de conflictos de interés, sino que se inclinan en mayor medida a llevar a cabo tareas relacionadas con la resolución de problemas de coordinación y la gestión de la complejidad y la incertidumbre asociada a las decisiones estratégicas y financieras (McNulty y Pettigrew, 1999; Rindova, 1999; Roberts, et al., 2005).

Desarrollamos nuestro trabajo para una muestra de empresas españolas cotizadas entre los años 2004 y 2010. Consideramos que el caso español es muy apropiado para analizar el comportamiento de los consejeros institucionales por cuatro razones principales. En primer lugar, como pone de manifiesto el Gráfico 1 –en el que recogemos el valor de la cartera de activos financieros poseídos por dichos inversores en España y la proporción que tal inversión representa sobre el Producto Interior Bruto de nuestro país–, los inversores institucionales en España han experimentado un vertiginoso crecimiento durante las dos últimas décadas del pasado siglo y los primeros años del actual, tendencia que se ha visto interrumpida con la aparición de la crisis financiera en 2008 y 2009 pero que apunta indudables signos de recuperación en 2010 y 2011.

GRÁFICO 1. IMPORTANCIA DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES EN ESPAÑA

Valor de la cartera de los inversores institucionales en miles de millones de euros (eje de la izquierda) y proporción sobre el PIB (eje de la derecha)



Fuente: OECD. *StatExtracts*.



En segundo lugar, como ya se indicó anteriormente, España es el país europeo con mayor presencia de inversores institucionales en los consejos de las empresas cotizadas. Estos consejeros a menudo representan un alto porcentaje del capital de las empresas en las que participan, lo que les dota de estabilidad y, por tanto, de oportunidades para participar en la toma de decisiones financieras estratégicas en la empresa (Elyasiani, et al., 2010). En tercer término, España posee un sistema financiero orientado hacia la banca en el que los intermediarios financieros proporcionan una gran variedad de servicios financieros a las empresas. A diferencia de otros países, las instituciones financieras han desempeñado tradicionalmente un papel muy activo en el gobierno de las empresas no financieras, extendiendo sus relaciones con las empresas más allá de las tradicionales relaciones crediticias.

Los resultados de nuestra investigación sugieren que los consejeros institucionales no cuentan con incentivos homogéneos a la hora de involucrarse en el gobierno de las empresas en las que participan. Así, los consejeros pasivos que representan entidades bancarias y compañías de seguros prefieren niveles bajos de endeudamiento. Por su parte, los denominados consejeros activos, representantes de fondos de pensiones y fondos de inversión, no parecen influir de forma significativa en las decisiones financieras. No obstante, cuando se analizan de manera independiente, los bancos y las compañías de seguros muestran resultados divergentes. Mientras que la presencia de consejeros bancarios se relaciona con un mayor endeudamiento, tanto general como bancario, los consejeros que representan compañías de seguros tratan de evitar el uso de la deuda. Estos resultados sugieren que algunos tipos de consejeros institucionales proveen de servicios financieros a las empresas en cuyos consejos se sientan, confirmando su capacidad para reducir asimetrías de información y proporcionar acceso a recursos y asesoramiento financiero (van Ees, et al., 2009).

Cuando introducimos en nuestro análisis la propiedad de los consejeros, comprobamos que los beneficios de suministrar servicios financieros dominan si la propiedad de los consejeros es escasa. Sin embargo, cuando dicha propiedad presenta niveles importantes, los aspectos relacionados con el riesgo y la garantía de los préstamos ganan relevancia. En estos casos, los consejeros bancarios parecen preferir que las empresas lleven a cabo acciones que aumenten la probabilidad de devolución de la financiación más que maximizar la rentabilidad esperada para los accionistas. De alguna forma, este resultado puede sugerir un posible efecto sustitución entre el control a través del consejo y a través de la propiedad de los miembros internos.

Los resultados del efecto de los consejeros institucionales sobre las políticas retributivas ponen de manifiesto un efecto disciplinario general por parte de los consejeros nom-



brados por inversores institucionales, disminuyendo los niveles retributivos del consejo y aumentado la sensibilidad de los mismos al resultado. Sin embargo, al igual que hemos obtenido en los resultados sobre políticas financieras, observamos diferentes comportamientos según el tipo de consejero institucional.

En nuestra opinión el presente trabajo contribuye a la literatura en la materia de cuatro formas. En primer lugar, supone una aportación a la evidencia empírica que analiza el papel de los inversores institucionales en el gobierno de las empresas no financieras (Almazán, et al., 2005; Ruiz Mallorquí y Santana Martín, 2009). En este sentido, aunque la literatura sobre la participación de los inversores institucionales en la propiedad de las empresas no financieras es bastante abundante, existe una carencia sobre el efecto de su presencia en los consejos de administración, limitación que se extiende a la ausencia de conclusiones definitivas. En segundo término, nuestro trabajo ofrece nueva evidencia acerca de la implicación del consejo de administración en la estrategia financiera de la empresa, profundizando en el papel de la estructura de capital como mecanismo de control. De esta forma, nuestro trabajo resalta la importancia de los consejeros en la definición de la estrategia de la empresa, en sintonía con la literatura que señala a la teoría de la dependencia de recursos como el enfoque que mejor explica el papel del consejo de administración (Barroso, et al., 2009; Hillman, et al., 2008; Johnson, et al., 1996). Por último, extendemos el alcance de la mayor parte de la literatura previa, referida al entorno anglosajón, a un sistema orientado a la banca y en el que los inversores cuentan con menor protección legal, considerando no sólo el papel de los inversores institucionales como proveedores de servicios financieros, sino también su presencia en el capital y el consejo de las empresas no financieras. Finalmente, nuestro trabajo contribuye a considerar cómo la diferente naturaleza del consejero nombrado por un propietario institucional incide en las políticas de remuneraciones y financieras de las compañías, abordando con ello un tema que, hasta donde llega nuestro conocimiento, no ha sido suficientemente abordado en la literatura precedente. Así, los resultados de nuestro estudio evidencian la importancia de considerar la naturaleza del consejero institucional en contextos donde estos consejeros tienen un peso muy elevado dentro de los consejos de administración.

El trabajo se estructura de la siguiente manera: en primer lugar repasaremos la teoría sobre diferentes tipos de inversores institucionales y sus efectos sobre el endeudamiento y las retribuciones corporativas. Esa revisión permitirá establecer un marco teórico de referencia para fundamentar los análisis empíricos que se realizarán con posterioridad. En el primero de ellos determinaremos el grado de influencia de los diversos tipos de consejeros institucionales sobre el nivel de endeudamiento y sobre la procedencia de



dicho endeudamiento. En el segundo análisis trataremos de comprobar si la tipología de consejeros influye sobre el nivel, composición y sensibilidad de las remuneraciones del consejo. Dicho análisis requiere la presentación previa de los objetivos, muestra e hipótesis de trabajo. Posteriormente desarrollamos y comentamos los principales resultados y finalizamos el trabajo con una serie de conclusiones destinadas a mejorar nuestro conocimiento del tema y a ofrecer a los profesionales, comunidad académica y autoridades reguladoras algunas pautas orientativas.

2. INVERSORES INSTITUCIONALES, CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

2.1. Inversores institucionales y gobierno corporativo

La literatura previa sobre la influencia de los inversores institucionales se desarrolla fundamentalmente en el marco del modelo financiero anglosajón (Elyasiani, et al., 2010). Estos estudios generalmente se centran en el papel de los inversores institucionales como accionistas (Roberts y Yuan, 2006) y, cuando abordan el efecto del consejo de administración, centran su atención en el análisis de su independencia (Anderson, et al., 2004; Bhojraj y Sengupta, 2003; Ertugrul y Hegde, 2008; Fields, et al., 2012; Piot y Missonier-Piera, 2007). Sin embargo, el estudio de los consejeros independientes en Europa continental no ha proporcionado resultados concluyentes, lo que sugiere que, en contra de lo que sucede en los países anglosajones, las labores de control parecen recaer no tanto sobre los consejeros independientes, sino sobre los denominados *grey directors* o consejeros dominicales, aquéllos que representan a los accionistas mayoritarios. Tal y como se detalla en el gráfico 2, este tipo de consejeros tiene un peso muy importante en España.

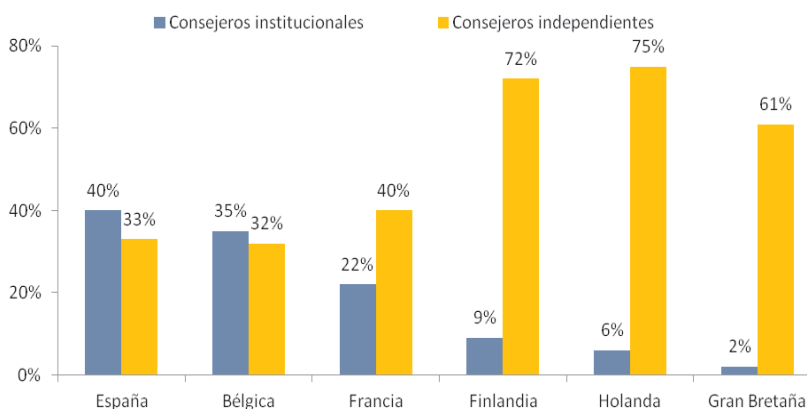
Dados los potenciales conflictos de interés que surgen en las empresas de Europa continental y otros muchos ámbitos entre accionistas mayoritarios y minoritarios (La Porta, et al., 1997; Morck, et al., 2005), los inversores institucionales pueden llegar a tener una influencia muy significativa en la distribución de la riqueza entre los accionistas e, incluso, entre éstos y los acreedores de la empresa. Aunque la literatura previa ha profundizado en el estudio de la influencia de las características del consejo de administración en el comportamiento directivo, la relación entre la composición del consejo y el conflicto accionista-acreedor apenas ha recibido cierta atención. Hasta donde los autores conocen, Bhojraj y Sengupta (2003), Roberts y Yuan (2006) y Ashbaugh-Skaife, et al. (2006) se encuentran entre los pocos trabajos que analizan cómo influye la pro-



riedad institucional en el coste de la deuda, concluyendo que los inversores institucionales poseen una influencia significativa en el riesgo que afrontan los acreedores.

GRÁFICO 2. RELEVANCIA DE LOS CONSEJEROS INSTITUCIONALES EN ESPAÑA

Descomposición de los consejeros externos en consejeros independientes y consejeros representantes de inversores institucionales



A pesar de su influencia, no todos los inversores institucionales se involucran de igual manera en el gobierno de las empresas en las que participan (Almazán, et al., 2005). Numerosos autores observan que las relaciones comerciales entre las empresas y los inversores institucionales pueden afectar de manera significativa a los incentivos y voluntad de los segundos de influir en las decisiones estratégicas de las primeras. Agrawal y Mandelker (1990), Almazán, et al. (2005), Borokhovich, et al. (2006), Brickley, et al. (1988), Bushee (1998), Ferreira y Matos (2008), Hartzell y Starks (2003) y Ramalingegowda y Yu (2012) señalan que los inversores institucionales mantienen diferentes actitudes con respecto a cláusulas de blindaje directivo, las decisiones de inversión en I+D, la remuneración directiva y la política financiera. En su conjunto, la literatura sugiere que algunos inversores institucionales llevan a cabo tareas de control y participan en el gobierno de las empresas mientras que otros se centran en la obtención de ganancias a corto plazo (Elyasiani, et al., 2010). Es decir, las diferencias entre los distintos inversores institucionales no son únicamente de índole legal sino que también provienen de su estrategia de inversión y de los incentivos y capacidad para obte-



ner información de la empresa e involucrarse en su gobierno (Bennett, et al., 2003). Los trabajos teóricos de Shleifer y Vishny (1986) y Maug (1998) resaltan la disyuntiva a la que se enfrentan los inversores institucionales entre la defensa de los intereses de los accionistas y la consecución de beneficios privados derivados de su posición.

En función de las diferencias en el comportamiento de los inversores institucionales, algunos autores dividen la propiedad institucional en dos categorías: inversores institucionales activos y pasivos (Bhattacharya y Graham, 2007; Brickley, et al., 1988; Dong y Ozkan, 2008; Kochhar y David, 1996; Pound, 1988). Los inversores institucionales activos, también conocidos como resistentes a la presión, son aquéllos cuya relación con la empresa se circunscribe a la inversión que poseen en la misma. En este grupo se cuentan los fondos de pensiones, fondos de inversión y empresas de capital riesgo. En general, poseen una posición más independiente en la empresa y sus costes de supervisión y control de la actuación directiva son menores que los soportados por consejeros con relaciones de negocio. Así, los inversores institucionales pasivos o sensibles a la presión mantienen relaciones comerciales con las empresas en las que participan. Entre ellos podemos citar los bancos y las compañías de seguros. En estos casos, su capacidad de control puede verse mediatizada por su doble relación, inversora y comercial, con la empresa (Brickley, et al., 1988).

Dentro del grupo de los consejeros nombrados por inversores institucionales pasivos, aquéllos que representan a las entidades financieras cobran una especial relevancia, fundamentalmente debido a que en los sistemas financieros orientados hacia la banca –como es el caso español– las entidades bancarias son las principales proveedoras de financiación ajena y han mantenido tradicionalmente una relación muy estrecha con las empresas no financieras que se manifiesta en no pocas ocasiones en la participación del banco en el capital de las mismas.

A este respecto, podemos dar cuatro argumentos para contar con un consejero bancario (Baysinger y Butler, 1985; Booth y Deli, 1999; Diamond, 1991; Dittmann, et al., 2010; Fama y Jensen, 1983; Kroszner y Strahan, 2001; Rosenstein y Wyatt, 1997). En primer lugar, los consejeros bancarios mejoran el flujo de información entre los bancos y las empresas no financieras, facilitando a esta última la obtención de financiación bancaria. Como señala la teoría de dependencia de recursos, una menor asimetría informativa permite una mejor valoración de la solvencia de la empresa. En estos casos, el objetivo de los bancos puede restringirse al incremento del negocio bancario con la empresa. En segundo lugar, de acuerdo con la teoría *stewardship*, el consejo de administración, y en especial los consejeros bancarios, puede considerarse como un conjunto de



fuentes de recursos estratégicos tendentes a paliar la falta de conocimiento de la empresa en determinados aspectos. Por tanto, los ejecutivos bancarios pueden ser requeridos por las empresas no financieras como expertos que faciliten la obtención de financiación bancaria u orienten sobre políticas retributivas. Una tercera razón procede de la teoría de señales, de acuerdo a la cual la presencia de consejeros bancarios puede ser interpretada por el mercado como una señal positiva, confirmando la solvencia de la empresa con el subsiguiente beneficio sobre el coste de la financiación externa que soporta la empresa. Finalmente, desde el punto de vista de la teoría de la agencia, los consejeros bancarios pueden desempeñar una función de control de los directivos, alineando de esta forma sus intereses con los de los accionistas.

2.2. Los inversores institucionales y las políticas financieras de la empresa

A diferencia de los pequeños accionistas, que tienen la opción de abandonar fácilmente la empresa si no están satisfechos con el comportamiento de los directivos o la rentabilidad obtenida, a los inversores institucionales les resulta difícil desinvertir sin provocar efectos indeseados sobre precio de las acciones. Debido a esa dificultad y a los costes asociados a la venta de sus participaciones, dichos inversores tienen mayores incentivos para fomentar un comportamiento directivo en beneficio de los accionistas externos, del valor de la empresa y de sus propias inversiones (Jensen y Warner, 1988). Lo anterior se puede manifestar en la moderación de los esquemas retributivos y del riesgo financiero de la empresa.

La literatura sobre gobierno corporativo reconoce diferentes roles del consejo de administración en el proceso de toma de decisiones financieras (Barroso, et al., 2011; Knapp, et al., 2011; Maassen, 2002). La teoría de dependencia de recursos afirma que el acceso de los miembros del consejo a diferentes fuentes de recursos los sitúa en una excelente posición para contribuir al proceso de toma de decisiones (Pfeffer, 1972; 1973). En este sentido, la presencia de inversores institucionales en el consejo puede moderar la falta de independencia, proporcionando acceso a financiación y diferentes tipos de servicios y redes de contacto. Además los consejeros pasivos, representantes fundamentalmente de cajas y bancos, a menudo poseen información adicional acerca de las oportunidades de inversión de la empresa, lo que a su vez les facilita mejores posibilidades de prestar fondos a la misma (Hoshi, et al., 1990; Kang, et al., 2000; Morck, et al., 2000). A este respecto, cabe señalar que las empresas con consejeros provenientes de entidades financieras pueden beneficiarse de una mayor flexibilidad crediticia, ya que pueden recabar más fácilmente financiación del banco dominante y, a su vez, dicho



propietario puede beneficiarse si ofrece dichos recursos en unas condiciones que no se encuentran acordes con las de mercado (Bona-Sánchez, et al., 2011).

La teoría *stewardship* profundiza en la implicación de los inversores institucionales en la definición de la estrategia de la empresa. Este enfoque subraya la importancia de la experiencia de dichos inversores como complemento a las capacidades y experiencia de los directivos (Castaldi y Wortman, 1984). Desde esta perspectiva los consejeros nombrados por inversores institucionales proporcionan conocimiento experto en temas financieros, pudiendo influir de forma significativa en las decisiones financieras de la empresa y en su política de riesgo. De otra parte, una relación negativa entre la presencia de consejeros pasivos y el nivel de endeudamiento podría explicarse por el hecho de que las entidades bancarias resultan altamente visibles para otros accionistas y *stakeholders* (Cuervo García, et al., 2002). Dado lo anterior, pueden soportar un mayor nivel de escrutinio de su labor como accionistas dominantes, aumentando su preocupación por la reputación ante el temor de que se traslade al mercado una imagen negativa de su actuación que, además, pudiera perjudicar su actividad como banco comercial.

Fama (1985) sugiere que los costes de control en que incurren las entidades bancarias son menores que aquellos que afrontan otros inversores institucionales. Efectivamente, la trayectoria del prestamista como depositante suministra al banco una valiosa información que le permite identificar mejor los riesgos y desempeñar tareas de control a un menor coste. Asimismo, la información que obtiene el banco sobre la solvencia de la empresa reduce también el coste de supervisión de otros posibles contratos. Hadlock y James (2002), Johnson (1997) y Lummer y McConnell (1989) ponen de manifiesto las particularidades de las entidades bancarias al constatar que, a diferencia de otras emisiones de activos, los anuncios de nuevos préstamos bancarios se relacionan con incrementos anormales en la rentabilidad de los títulos. Dichos autores concluyen que las entidades de depósito proporcionan ciertos servicios que no proveen otro tipo de inversores.

Hay que indicar, asimismo, que las relaciones entre los bancos y las empresas no financieras suelen tener un horizonte temporal más largo y, en consecuencia, reducen los problemas de selección adversa y riesgo moral, facilitando a los bancos el control de las decisiones financieras. Sin embargo, los bancos también mantienen cierto poder de negociación sobre los beneficios empresariales, una vez que los proyectos de inversión se han iniciado (Rajan, 1992). Este poder proviene, por una parte, de la cantidad de derechos de control que recibiría el banco en caso de quiebra o incumplimiento por parte de la empresa y, por otra parte, del hecho de que las entidades bancarias pueden prestar fondos por cortos periodos de tiempo de manera que los prestatarios se vean obligados a renovar la financiación a intervalos regulares y cortos.



2.3. Los inversores institucionales y las políticas retributivas de la empresa

La teoría económica sobre remuneración se enmarca en el modelo principal-agente (Fama y Jensen, 1983; Jensen y Meckling, 1976). Este cuerpo teórico establece que las empresas diseñan sus políticas retributivas para evitar problemas de riesgo moral, motivando a directivos y consejeros y alineando sus intereses con los de los accionistas. De acuerdo con este enfoque, mientras que los directivos prefieren incrementar el montante total de la remuneración, los inversores institucionales prefieren una mayor vinculación de la misma a los resultados de la empresa (Faccio, et al., 2006). Como señalan Khwaja y Mian (2005) al vincular expresamente la remuneración directiva a la evolución del precio de las acciones, los intereses de directivos y accionistas tenderán a converger. Hartzell y Starks (2003) concluyen que una mayor concentración de la propiedad en manos de inversores institucionales se relaciona positivamente con la sensibilidad de la remuneración a los resultados de la empresa y negativamente con el nivel retributivo, incluso tras controlar por el tamaño de la empresa, el sector, las oportunidades de crecimiento y la rentabilidad. Estos resultados sugieren que los inversores institucionales llevan a cabo cierta labor de control orientada a reducir los problemas de agencia entre accionistas y directivos.

Sin embargo, aunque la literatura ha reiterado los beneficios derivados del control por parte de los grandes accionistas, dicha tarea no está exenta de costes (Boubakri, et al., 2012; Hartzell y Starks, 2003; Shleifer y Vishny, 1986). Requiere, por ejemplo, de fuentes de información fiables e independientes acerca de la actuación de los directivos. Además, existen costes potenciales de liquidez y el conocido como problema del *free-rider* o polizón con otros accionistas (Agrawal y Knoeber, 2001; Grossman y Hart, 1983; Maug, 1998). En este sentido, resultaría también plausible que los consejeros representantes de inversores institucionales traten de compensar el mayor riesgo derivado de la adquisición de una elevada participación accionarial en la empresa a través de niveles elevados de remuneración. Por lo tanto, dichos miembros del consejo pueden atrincherarse, eludiendo la acción disciplinaria del resto de mecanismos de gobierno corporativo.

Algunos trabajos alertan sobre la posibilidad de que los inversores institucionales traten de aprovecharse de su posición dominante en la empresa a costa del resto de partícipes en la misma, especialmente expropiando renta de los accionistas no controladores (Harris y Raviv, 1988; Shleifer y Vishny, 1997), incurriendo de esta forma en el llamado «*tunnelling*», en expresión acuñada por Johnson, et al. (2000). Esta visión queda confirmada por Chaney, et al. (2010), quienes encuentran un menor uso de remunera-



ción variable en la medida en que se estrechan los vínculos entre los inversores institucionales y los principales ejecutivos de la empresa.

Desde el punto de vista del entorno institucional y legal, España se clasifica como un país perteneciente a la ley civil, con alta concentración de propiedad y baja protección de los derechos de los inversores (La Porta, et al., 1997). Como apuntan Morck y Wolfenzon (2004), el sistema de gobierno corporativo de nuestro país otorga una gran importancia al consejo de administración y a la estructura de propiedad en la determinación de la remuneración de los directivos y consejeros, por encima de lo que es habitual en otros países de Europa occidental y Norteamérica. Por tanto, el contexto español constituye un escenario ideal para examinar la labor de las entidades bancarias y otros inversores institucionales con presencia en el consejo de administración. En especial, reviste especial interés analizar cómo puede afectar a las políticas retributivas la función de los consejeros institucionales como supervisores y sus posibles conflictos de interés con el resto de accionistas de la empresa.

3. ESTUDIO EMPÍRICO

3.1. Objetivos

Como ya quedó indicado en la introducción, el presente trabajo gira en torno a dos grandes objetivos:

1. El análisis de la influencia de los consejeros nombrados por inversores institucionales en el endeudamiento de la empresa.
2. El análisis de los efectos de los consejeros nombrados por inversores institucionales en las políticas retributivas de la empresa.

Dada la generalidad de tales objetivos, podemos desagregarlos en un conjunto de objetivos más específicos. Así, la relación entre los consejeros nombrados por inversores institucionales y la política financiera de la empresa puede detallarse en cuatro objetivos específicos:

- 1.1. Estudio del efecto de los consejeros nombrados por inversores institucionales en el endeudamiento global y bancario de la empresa.
- 1.2. Estudio de la influencia de los consejeros nombrados por inversores institucionales pasivos (bancos, cajas de ahorro y compañías de seguros, básicamente).



- 1.3. Análisis específico de la influencia de consejeros bancarios en las políticas financieras.
- 1.4. Estudio del efecto moderador de la participación en la propiedad de este tipo de consejeros en la relación entre representación institucional en el consejo y endeudamiento.

Por lo que se refiere al segundo objetivo general relacionado con las políticas retributivas de la empresa, podemos citar tres objetivos específicos de nuestra investigación:

- 2.1. Contraste del efecto de los consejeros institucionales en los niveles retributivos del consejo, la distribución de esa remuneración en su componente fijo y variable, y su sensibilidad al resultado.
- 2.2. Análisis específico de la influencia sobre los citados aspectos de los distintos tipos de consejeros institucionales.
- 2.3. Estudio del efecto moderador de la participación en la propiedad de los consejeros sobre dichas relaciones.

3.2. Muestra

La muestra que sirve de base para nuestro estudio empírico está formada por todas las empresas cotizadas en las Bolsas españolas entre 2004 y 2010. Hemos excluido las empresas financieras dada la especificidad de sus estados financieros y la especial supervisión a que se hallan sometidas por parte de las autoridades monetarias. La muestra final se obtiene de la combinación de dos bases de datos: la información financiera y los datos relativos al valor de mercado se han obtenido de la base de datos *Amadeus*⁴, mientras que la información sobre el gobierno corporativo se ha extraído de los informes de gobierno corporativo que todas las empresas cotizadas han de publicar obligatoriamente desde 2003.

Hemos formado un panel de datos de 627 observaciones correspondientes a 162 empresas. En términos globales, nuestra muestra representa en torno al 95% de la capitalización de mercado de las empresas no financieras. Se trata de un panel desequilibrado en el sentido de que durante el periodo objeto de estudio algunas empresas accedieron a

⁴ *Amadeus* es una base de datos comercializada por *Bureau van Dijk Electronic Publishing* de amplia utilización por la comunidad académica española.



los mercados de capitales mientras que otras desaparecieron debido a operaciones de fusión. En cualquier caso, la utilización de paneles de datos desequilibrados no implica ningún sesgo en las estimaciones (Arellano, 2003).

3.3. Hipótesis

Como ha quedado puesto de manifiesto en epígrafes anteriores la literatura proporciona argumentos que justifican tanto una relación positiva como negativa entre la estructura de capital y la presencia en el consejo de inversores representantes de entidades financieras y compañías de seguros (consejeros pasivos). De acuerdo con la teoría de la dependencia de recursos, este tipo de consejeros puede proporcionar acceso a financiación y diferentes tipos de servicios y redes de contacto, disponiendo de mayor facilidad de acceso a información de la empresa. Por otro lado, su mayor compromiso a largo plazo con la empresa y su conocimiento experto en temas financieros pueden dar lugar a un efecto contrario en los niveles de endeudamiento. Asimismo, pueden soportar un mayor nivel de escrutinio de su labor como consejeros representantes de accionistas dominantes, aumentando su preocupación por la reputación ante el temor de que se traslade al mercado una imagen negativa que pudiera perjudicar su actividad como banco comercial. De acuerdo con lo anterior planteamos nuestra primera hipótesis en términos duales:

- H1a. *Los consejeros representantes de inversores institucionales pasivos afectan positivamente a los niveles de endeudamiento general y bancario de la empresa.*
- H1b. *Los consejeros representantes de inversores institucionales pasivos afectan negativamente a los niveles de endeudamiento general y bancario de la empresa.*

A pesar de las ventajas de contar con un representante bancario en el consejo, cuando las entidades de depósito actúan simultáneamente a la vez como accionistas, consejeros y prestamistas surgen determinados conflictos de interés. Los consejeros bancarios podrían simplemente atender a sus intereses como accionistas o proteger su inversión crediticia involucrándose en el gobierno de aquellas empresas con una determinada probabilidad de impago. De esta forma, el deber fiduciario de los consejeros de promover los intereses de los accionistas puede chocar con el papel del consejero bancario como prestamista o potencial prestamista. Según Adams y Ferreira (2007), los consejeros nombrados por inversores institucionales dedican más tiempo a las tareas de asesoramiento que a las de control. Esta labor puede resultar problemática cuando se trata de consejeros bancarios cuyos intereses podrían hallarse más cercanos a las entidades ban-



carías a las que pertenecen que a la generación de valor para los accionistas de las empresas en cuyo consejo se sientan.

Ramírez (1995) mostró por primera vez evidencia de que los consejeros bancarios favorecen la obtención de financiación. Los resultados de este autor indican que la presencia de consejeros bancarios disminuye la sensibilidad de las inversiones al flujo de efectivo. De la misma manera, Stearns y Mizruchi (1993) justificaron que la tipología de recursos con que se financiaba una empresa estaba relacionada con el tipo de institución presente en su consejo (bancos comerciales, bancos de inversión o compañías de seguros). Morck, et al. (2000) concluyen que la presencia de consejeros bancarios favorece la obtención de créditos en las empresas japonesas. Por su parte, Booth y Deli (1999) encuentran que la presencia de representantes de bancos comerciales en el consejo se relaciona con un mayor endeudamiento. Curiosamente, estos autores muestran que la presencia de consejeros bancarios se relaciona positivamente con los préstamos bancarios cuando las entidades bancarias a las que pertenecen dichos consejeros no mantienen relaciones comerciales con las empresas en cuyos consejos se sientan. Esos resultados son más coherentes con la función de asesoramiento experto sobre el mercado de deuda que proporcionan los consejeros bancarios (teoría de la dependencia de recursos) que con su función de control (teoría de la agencia). En la misma línea, Byrd y Mizruchi (2005) muestran que la presencia de consejeros bancarios que, a la vez, son prestamistas de la empresa afecta de forma negativa al endeudamiento, mientras que la influencia de los consejeros bancarios no prestamistas sobre dicha variable depende de la proximidad a una situación de dificultades financieras.

Por el contrario, Güner, et al. (2008) observan que las empresas con consejeros representantes de bancos prestamistas de la citada empresa obtienen financiación ajena más estable. Más recientemente, los resultados de Koh (2007) indican que las empresas con consejeros bancarios optan en mayor medida por la financiación bancaria que por recursos internos. Sin embargo, Kroszner y Strahan (2001) no encuentran una relación significativa entre el endeudamiento y la presencia de bancos en el consejo de empresas no financieras que, a su vez, sean prestamistas de la misma.

En definitiva, la evidencia empírica no es concluyente acerca de la relación entre la presencia de consejeros bancarios y el endeudamiento de la empresa. Sin embargo, sí que existe un importante consenso sobre la capacidad potencial de las entidades bancarias de influir sobre las decisiones financieras de las empresas, especialmente en los países orientados hacia la banca. De esta forma, planteamos nuestra segunda hipótesis también en un doble sentido:



- H.2a: *Los consejeros bancarios aumentan el nivel de endeudamiento de las empresas no financieras.*
- H.2b: *Los consejeros bancarios reducen el nivel de endeudamiento de las empresas no financieras.*

En relación a las políticas retributivas, la influencia de los inversores institucionales sobre la remuneración viene determinada por la interacción de diversos factores entre los que podemos citar los conflictos de interés, las responsabilidades fiduciarias de los institucionales y las asimetrías informativas (EUCGF, 2009; Manconi, et al., 2012). Estos autores observan que los inversores institucionales activos se encuentran menos sujetos a conflictos derivados de sus relaciones comerciales con la empresa y, por tanto, es más probable que se impliquen en tareas de control. Por su parte, los inversores institucionales pasivos, sometidos a una mayor cantidad de conflictos debido a sus relaciones de negocio con la empresa, tendrán una menor capacidad de influencia en materia de remuneración. Aunque los trabajos anteriores aportan cierta evidencia sobre la relación entre la política retributiva y la distinta naturaleza de los inversores institucionales, no consideran el efecto de los consejeros nombrados por dichos inversores sobre la remuneración. Por tanto, proponemos la siguiente hipótesis:

- H3. *Los consejeros institucionales activos ejercen una influencia sobre el nivel retributivo del consejo de administración distinta a la que llevan a cabo los consejeros representantes de inversores institucionales pasivos.*

Según la literatura de agencia, vincular la remuneración a los resultados contribuye a alinear los intereses del consejo y de los accionistas, ya que los consejeros contarán con un fuerte incentivo para incrementar el valor de la empresa. Como consecuencia, debería existir una relación positiva entre la retribución de los consejeros y el rendimiento de la empresa. Sin embargo, debido precisamente a la existencia de conflictos de interés, los consejeros institucionales representantes de fondos de inversión estarán más motivados para incrementar el vínculo entre los resultados y la retribución de los consejeros que aquellos nombrados por entidades de depósito y compañías de seguros. Esto se debe a que las entidades bancarias y las compañías de seguros se enfrentan a un entorno regulador, legal y competitivo diferente de aquel en el que desarrollan su actividad los fondos de inversión y de pensiones, lo que afecta a sus costes de control. La presión a la que se ven sometidos estos inversores varía en función de las potenciales relaciones comerciales que pueden establecer con la empresa participada (Brickley, et al., 1988). Abundando en esta idea, Almazán, et al. (2005) evidencian que la sensibilidad de la retribución al rendimiento de la empresa se incrementa con una mayor con-



centración de la propiedad en manos de inversores institucionales activos, pero, por el contrario, no experimenta ningún cambio significativo cuando la propiedad se concentra en inversores institucionales pasivos. De la misma forma, nos planteamos si este patrón se mantiene cuando la presencia de los inversores institucionales se manifiesta en el consejo de administración. Por lo tanto proponemos nuestra cuarta hipótesis de la siguiente forma:

H4. *Los consejeros institucionales activos ejercen un efecto moderador sobre la relación entre los resultados y la remuneración del consejo mayor que el desarrollado por los consejeros institucionales pasivos.*

El EUCGF (2009) señala que los directivos no pueden influir sobre los inversores institucionales activos, por lo que estos tienen la capacidad de contrarrestar el poder directivo e influir en la determinación de la política de retribución. De la misma manera, los distintos tipos de remuneración también pueden condicionar la motivación de los consejeros. Algunas empresas tan sólo abonan a los consejeros dietas de asistencia mientras que otras remuneran con una cantidad fija y otra adicional en función del número de reuniones. Igualmente, resulta habitual la entrega de opciones sobre acciones u otras formas de remuneración variable.

En función de los datos disponibles, en nuestro trabajo consideraremos tanto incentivos a corto plazo –incluido el salario base– como incentivos a largo plazo. La literatura recoge varias razones que justifican la conveniencia de establecer incentivos a largo plazo (Goergen y Renneboog, 2011). En primer lugar, proporcionan el vínculo más directo entre los resultados de la empresa y la retribución, favoreciendo la toma de decisiones de los directivos encaminadas a salvaguardar los intereses de los accionistas. En segundo término, los incentivos a largo plazo promueven la lealtad de los directivos y ejercen un «efecto llamada» sobre los más capaces. En tercer lugar, fomentan la asunción de riesgos y pueden incrementar el incentivo al esfuerzo. Debido al conflicto de intereses que experimentan los consejeros institucionales con relaciones de negocio y su mayor aversión al riesgo, es probable que estos consejeros prefieran un mayor montante de remuneración fija y una menor proporción de la misma ligada al rendimiento de la empresa. Por tanto, de acuerdo con este argumento, los consejeros que representan a inversores institucionales pasivos se mostrarán más partidarios de limitar la exposición al riesgo de su remuneración.

H5. *Los consejeros institucionales activos reducen el salario base (remuneración a corto plazo) y aumentan los incentivos a largo plazo en mayor medida que los consejeros que representan a los inversores institucionales pasivos.*



En una perspectiva de agencia, el problema radica en crear un esquema de incentivos que alinee la riqueza de accionistas y directivos. Para lograrlo, se suele proponer a estos últimos un contrato con una parte de la retribución ligada a ciertas variables de interés para los accionistas (Jensen y Murphy, 1990). En este contexto, la desvinculación de la remuneración a los resultados sugiere que la retribución de los consejeros quedaría desligada de los intereses de los accionistas.

David, et al. (1998) y Almazán, et al. (2005) concluyen que los inversores institucionales activos son más propensos que el resto a respaldar las preferencias de los accionistas en el momento de establecer la remuneración de los ejecutivos. Por consiguiente, la presencia de este tipo de inversores institucionales en el capital se relaciona negativamente con el nivel de remuneración del equipo directivo y positivamente con la sensibilidad de la retribución a los resultados. Parece lógico que los consejeros nombrados por las entidades bancarias y las compañías de seguros se enfrenten a mayores conflictos de interés, lo que comprometerá su papel supervisor en la remuneración de los consejeros. Por su parte los consejeros institucionales activos estarán interesados en establecer una mayor proporción de la retribución vinculada a la evolución de las acciones, contribuyendo a alinear los intereses de los accionistas y los consejeros (Hall y Liebman, 1998). A partir de los argumentos anteriores proponemos la sexta y última hipótesis:

H6. *Los consejeros institucionales activos incrementan la sensibilidad de la remuneración de los consejeros a los resultados de la empresa en mayor medida que los representantes de inversores institucionales pasivos.*

3.4. Variables

En consonancia con el doble objetivo general de nuestra investigación, hemos definido dos conjuntos de variables dependientes. Para el análisis de la estrategia financiera de la empresa utilizamos dos variables mientras que el estudio de la estructura de remuneración del consejo de administración requiere el uso de cuatro variables dependientes. El primer par de variables incluye LEV, es decir, la ratio de endeudamiento o *leverage* financiero, definido como el cociente entre el importe de la deuda y el valor total del activo, y BKLEV, que representa el endeudamiento de procedencia bancaria o cociente entre los fondos ajenos recibidos de instituciones de crédito (tanto a corto como a largo plazo) y la deuda total.



Por lo que se refiere al segundo grupo de variables dependientes, hemos definido RETRIB como la retribución media que cada consejero recibe en su parte fija. Esta variable se calcula dividiendo la remuneración fija de todo el consejo tal y como viene indicada en los informes de gobierno corporativo entre el número de consejeros. FIX-COMP es el componente fijo de la remuneración en términos relativos, es decir, el cociente entre la remuneración fija y la remuneración total (que incluye una parte fija, otra variable, las dietas, atenciones estatutarias, percepción de opciones y otros instrumentos financieros, y otros componentes). VARCOMP es la parte variable de esa remuneración, definida como el cociente entre la retribución variable y la remuneración total. En cuarto lugar utilizaremos SENSIB, la sensibilidad de la retribución media de cada consejero ante cambios en la rentabilidad de la empresa. Esta variable se define como la variación relativa en la remuneración total del consejo de administración entre dos ejercicios consecutivos dividida entre la variación de la rentabilidad económica (beneficio bruto entre activo total) en ese mismo periodo.

Hemos caracterizado la presencia de consejeros representantes de inversores institucionales a través de tres variables. En primer lugar, definimos INSTIT como la proporción de dichos consejeros en el conjunto del conjunto de administración. También definimos PASIVO como el porcentaje de consejeros que representan a inversores institucionales pasivos o sensibles a la presión (básicamente, entidades bancarias y compañías de seguros). En tercer lugar, ACTIVO hace referencia a la proporción de consejeros que representan inversores institucionales activos o resistentes a la presión (básicamente fondos de inversión y de pensiones). Además, al objeto de profundizar en el comportamiento de los inversores institucionales pasivos, distinguimos entre la proporción de consejeros bancarios en el consejo (BANK) y la proporción de consejeros nombrados por compañías de seguros (INSUR). Además de las variables INSTIT, PASIVO y ACTIVO, para conocer el efecto adicional que en algunos casos puede tener la eficiencia de la empresa o la participación de los consejeros en la propiedad, hemos multiplicado cada una de esas variables por la rentabilidad económica ROA o por PROP (fracción del capital poseída por los miembros del consejo de administración), construyendo las variables INSTIT•ROA, PASIVO•ROA, ACTIVO•ROA, INSTIT•PROP, PASIVO×PROP y ACTIVO×PROP, respectivamente.

Por lo que se refiere a las variables de control, tenemos en cuenta una serie de factores a los que la literatura previa otorga cierta capacidad de influir sobre el endeudamiento empresarial o sobre la remuneración directiva (Antoniou, et al., 2008; Cooper, et al., 2010; Frank y Goyal, 2009; Kayo y Kimura, 2011; Leary, 2009; Lemmon, et al., 2008). En este sentido, ASMAT representa la estructura temporal de los activos de la empresa,



medida como el cociente entre los activos fijos y la amortización anual. Con ella obtenemos una orientación sobre la vida útil calculada de esos activos. MTB se refiere a la ratio valor de mercado de los activos sobre su valor contable como variable *proxy* de las oportunidades de crecimiento y de las expectativas del mercado sobre la empresa⁵. SIZE denota el tamaño de la empresa y lo medimos como el logaritmo del activo total de la misma. TANGIB es la proporción de activos materiales sobre el total de activos y por tanto una referencia sobre las garantías que la empresa puede ofrecer a sus acreedores potenciales mediante los activos más tangibles. También incorporamos como variables de control la rentabilidad económica del periodo anterior (ROA), la edad de la empresa medida como el logaritmo del número de años transcurridos desde su constitución (AGE) y las ventajas fiscales asociadas a la deuda (TAX) definida como cociente entre los pagos por impuestos y la deuda total con coste. En la tabla 14 del apéndice se resumen las variables del estudio.

3.5. Método

Nuestro análisis empírico se desarrolla en dos estadios. En primer lugar llevamos a cabo un análisis descriptivo de la muestra utilizada, que además de resaltar sus principales características, nos proporciona una primera aproximación acerca de las posibles diferencias entre los distintos inversores institucionales, así como de la influencia de los consejeros institucionales en las decisiones financieras de la empresa y en la política de remuneraciones. Obviamente, dicho análisis no permite extraer conclusiones pero constituye una orientación para la segunda fase de investigación. Ese segundo estadio consiste en un análisis explicativo para comprobar el cumplimiento de las hipótesis planteadas.

Dada la dualidad de objetivos de investigación, el modelo que sirve de base para el análisis explicativo también ha de expresarse de modo dual como se recoge a continuación, donde la expresión CORPGOV sintetiza las diferentes variables sobre gobierno corporativo anteriormente descritas, DEUDA nuestras dos medidas de estructura de capital y REMUN las cuatro medidas de remuneración:

⁵ Aunque existen diversas formas de medir las oportunidades de crecimiento, Adam y Goyal (2008) muestran que el cociente entre el valor de mercado del conjunto de activos y su valor contable es la mejor aproximación. Dado que la deuda de estas empresas no cotiza en mercados organizados, definimos el valor de mercado de la empresa como la suma del valor de mercado de sus recursos propios y el valor contable de la deuda.



$$\begin{aligned} \text{DEUDA}_{it} = & \alpha + \beta_1 \cdot \text{LEV}_{it-1} + \beta_2 \cdot \text{ASMAT}_{it} + \beta_3 \cdot \text{MTB}_{it} + \beta_4 \cdot \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \cdot \text{ROA}_{it} + \\ & + \beta_6 \cdot \text{TANGIB}_{it} + \beta_7 \cdot \text{AGE}_{it} + \beta_8 \cdot \text{TAX}_{it} + \beta_9 \cdot \text{DEUDA}_{it-1} + \sum \beta_j \cdot \text{CORPGOV}_{it} + \eta_i + \\ & \eta_t + \varepsilon_{it}, \end{aligned} \quad [1]$$

$$\begin{aligned} \text{REMUN}_{it} = & \alpha + \beta_1 \cdot \text{LEV}_{it} + \beta_2 \cdot \text{MTB}_{it} + \beta_3 \cdot \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \cdot \text{ROA}_{it} + \sum \beta_j \cdot \text{CORPGOV}_{it} + \eta_i \\ & + \eta_t + \varepsilon_{it}, \end{aligned} \quad [2]$$

La base de datos utilizada combina series de tiempo con datos de corte transversal, formando un panel de datos que se estimará con dicha metodología (Arellano, 2003). En la estimación pueden surgir dos tipos de problemas: la heterogeneidad constante e inobservable y el problema de la endogeneidad. La primera hace referencia a características propias de cada empresa que permanecen invariables a lo largo del tiempo y están representadas por el término de efectos fijos η_i . Al ser inobservables entran a formar parte del componente aleatorio en el modelo estimado. La metodología de datos de panel posibilita el control sobre este tipo de heterogeneidad. Las estimaciones incluyen también variables dicotómicas anuales y sectoriales para evitar que sesgos temporales o sectoriales puedan afectar a nuestros resultados.

La literatura y la práctica empresarial muestran la existencia de ratios de deuda objetivo a los que las empresas tratan de ajustarse (Bancel y Mittoo, 2004; Flannery y Rangan, 2006; Graham y Harvey, 2001; Hovakimian, et al., 2004). Se explica así que el modelo [1] sea un modelo auto-regresivo en el que incluimos la variable de endeudamiento retardada entre las variables explicativas. En este contexto, puede surgir un problema de endogeneidad dado que las variables financieras retardadas podrían verse afectadas por la estructura del consejo de administración (Demsetz y Villalonga, 2001; Hermalin y Weisbach, 1998; Villalonga y Amit, 2006). Para abordar este inconveniente, Blundell y Bond (1998) y Bond (2002) proponen el uso del estimador de sistemas. Este procedimiento es una versión mejorada del denominado método generalizado de momentos para evitar que la utilización de instrumentos débiles deteriore la precisión asintótica (Alonso-Borrego y Arellano, 1999). Este método proporciona estimaciones eficientes cuya consistencia depende de manera determinante de la falta de autocorrelación de segundo orden en los residuos y de la validez de los instrumentos (Arellano y Bond, 1991). Consecuentemente utilizamos el test m_2 para contrastar la eventualidad de dicha autocorrelación. Para analizar la validez de los instrumentos utilizamos el test de Hansen, que nos permite comprobar la ausencia de correlación entre los instrumentos y el término error y, por tanto, la validez de los instrumentos seleccionados.



4. RESULTADOS

4.1. Análisis descriptivo

La tabla 1 muestra la evolución de la proporción de consejeros que representan a inversores institucionales en las empresas cotizadas españolas. Como puede observarse, dichos consejeros suponen algo más de la quinta parte del total de los miembros del consejo de administración, constatándose una tendencia creciente. Resulta interesante subrayar esta creciente importancia de los consejeros representantes de inversores institucionales pues contrasta con una cierta reducción de su participación en la propiedad. Los datos recopilados por la Fundación de Estudios Financieros (2009; 2010; 2011) muestran que la participación el porcentaje de propiedad en manos de tales inversores se redujo desde un 19'8% en 2004 a un 16'9% en 2009. Por lo tanto, parece existir un efecto sustitución en los mecanismos de control corporativo empleados por los inversores institucionales, con un mayor recurso hacia la participación en el consejo de administración en detrimento de la participación en el capital. Asimismo, se observa que los consejeros nombrados por inversores institucionales activos cobran cada vez más importancia, siendo actualmente significativamente más numerosos que los designados por inversores pasivos.

TABLA 1. EVOLUCIÓN DE LA PRESENCIA DE INVERSORES INSTITUCIONALES EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN
Porcentaje de miembros del consejo de administración que representan a inversores institucionales

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
INSTIT	19.6%	20.5%	18.1%	20.9%	20.7%	22.1%	21.8%
PASIVO	9.0%	7.3%	6.3%	6.5%	6.3%	7.2%	6.9%
ACTIVO	10.7%	13.2%	11.8%	14.4%	14.4%	14.8%	14.8%

En la tabla 2 recogemos los principales estadísticos descriptivos: media, desviación estándar y cuartiles. De acuerdo con esos datos, el endeudamiento supone casi el 60% de los recursos financieros utilizados por la empresa, la remuneración fija de los consejeros representa el 45% de su retribución, mientras que el componente variable está próximo al 40%. Estos datos se hallan en consonancia con los reportados por Erkens, et al. (2012), Bona-Sánchez, et al. (2011) y Crespí y Gispert (2003).



TABLA 2. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS
Valor medio, desviación estándar y cuartiles de las principales variables.
Véase el apéndice para una explicación de las variables

	Mean	Std. Dev	Q25	Q50	Q75
LEV	0.593	0.183	0.483	0.611	0.729
BKLEV	0.478	0.214	0.343	0.511	0.642
INSTIT	0.207	0.181	0.000	0.182	0.313
RETRIB	88.850	97.720	35.130	58.580	112.680
FIXCOMP	0.452	0.271	0.234	0.432	0.623
VARCOMP	0.391	0.291	0.151	0.371	0.638
SENSIB	0.029	1.757	-0.025	0.001	0.038
ACTIVO	0.137	0.182	0	0.083	0.2
PASIVO	0.072	0.11	0	0	0.125
BANK	0.063	0.102	0	0	0.111
INSUR	0.009	0.051	0	0	0
PROP	0.275	0.264	0.026	0.195	0.505
ASMAT	17.094	19.672	8.988	13.015	19.44
MTB	2.656	2.529	1.31	1.984	3.117
SIZE	13.592	2.021	12.192	13.471	14.862
TANGIB	0.568	0.193	0.425	0.586	0.706
ROA	0.041	0.076	0.013	0.041	0.077
AGE	3.804	0.63	3.434	3.807	4.263
TAX	0.173	1.189	0.11	0.244	0.309

Un elemento destacado en la presentación de los estadísticos descriptivos es la tabla de correlación entre las variables. Dada la dualidad de objetivos que nos planteamos, consideramos que la presentación de una única matriz de correlaciones resultaría excesivamente extensa y poco informativa. Por consiguiente, hemos optado por presentar dicha tabla (Tabla 3) dividida en dos paneles: el panel A indica las correlaciones existentes entre las variables dependientes y explicativas de la estructura de capital, y el panel B ofrece datos análogos para las variables relacionadas con la estructura de remuneración de los consejeros.



TABLA 3. MATRIZ DE CORRELACIONES

Correlaciones de Pearson entre las variables relacionadas con la estructura de capital (panel A) y la estructura de remuneración (panel B). Véase el apéndice para una explicación de las variables. Véase el apéndice para una explicación de las variables

PANEL A													
	LEV	BKLEV	PASIVO	ACTIVO	BANK	INSUR	PROP	ASMAT	MTB	SIZE	TANGIB	ROA	AGE
BKLEV	0.213												
PASIVO	0.070	0.134											
ACTIVO	0.186	0.107	-0.205										
BANK	0.130	0.133	0.967	-0.224									
INSUR	-0.225	0.014	0.189	0.061	-0.068								
PROP	-0.083	-0.028	-0.062	0.367	-0.074	0.044							
ASMAT	0.064	0.196	0.026	-0.036	0.025	0.004	0.071						
MTB	0.080	-0.210	-0.084	-0.063	-0.067	-0.073	-0.036	-0.085					
SIZE	0.383	0.152	0.285	-0.066	0.331	-0.157	-0.268	0.182	-0.020				
TANGIB	0.007	0.468	0.229	-0.100	0.221	0.044	-0.077	0.227	-0.242	0.401			
ROA	-0.293	-0.365	-0.014	-0.138	-0.014	-0.003	-0.110	-0.080	0.442	0.122	-0.130		
AGE	0.239	0.010	0.046	0.187	0.008	0.149	-0.099	-0.030	0.053	0.207	-0.079	-0.031	
TAX	-0.090	0.020	0.053	-0.016	0.039	0.057	0.050	0.027	0.005	0.034	0.036	0.099	-0.005
VIF			1.25	1.39	1.50	1.19	1.33	1.15	1.11	1.73	1.66	1.27	1.22



PANEL B

	RETRIB	FIXCOMP	VARCOMP	SENSIB	INSTIT	PASIVO	ACTIVO	SIZE	LEV	MTB
FIXCOMP	-0.253									
VARCOMP	0.386	-0.739								
SENSIB	-0.038	-0.013	-0.013							
INSTIT	-0.064	0.126	-0.114	-0.063						
PASIVO	-0.021	0.135	-0.184	-0.066	0.394					
ACTIVO	-0.054	0.048	-0.004	-0.025	0.811	-0.218				
SIZE	0.731	-0.160	0.187	-0.052	0.060	0.229	-0.082			
LEV	0.261	-0.048	0.009	-0.073	0.171	0.068	0.138	0.434		
MTB	0.131	-0.054	0.077	-0.030	-0.094	-0.069	-0.055	0.095	0.082	
ROA	0.239	-0.055	0.200	-0.054	-0.180	-0.077	-0.142	0.132	-0.335	0.353
VIF					1.560	1.470	1.430	1.360	1.260	1.130



Como se observa en dichas tablas, salvo las lógicas correlaciones los inversores pasivos y sus distintos tipos (bancarios o empresas de seguros), los coeficientes de correlación son relativamente reducidos, de modo que podemos rechazar la suposición de que una posible multicolinealidad invalide nuestros resultados. Hay dos características de nuestra investigación que corroboran esta afirmación. En primer lugar, realizamos un análisis paulatino a fin de aislar el efecto de cada variable, sin que se introduzca simultáneamente las variables más correlacionadas, En segundo lugar, hemos calculado el factor de inflación de varianza (VIF). Los valores de ese factor recogidos en ambos paneles de la tabla 3 son suficientemente bajos como para desestimar la posible multicolinealidad (Belsley, et al., 2004; Kutner, et al., 2005).

A modo de análisis exploratorio, hemos dividido la muestra en dos grupos con un número análogo de componentes en función de cuatro características vinculadas a la presencia de consejeros institucionales: consejeros representantes de inversores institucionales activos, pasivos, entidades de crédito y empresas de seguros. Para cada una de las dos mitades de la muestra hemos calculado el nivel de endeudamiento y el grado de endeudamiento bancario, y realizado un contraste de igualdad de medias. Los resultados recogidos en la tabla 4, aunque no concluyentes, sugieren que la presencia de consejeros dominicales nombrados por los inversores institucionales está relacionada con diferencias en la estructura financiera. Más específicamente, los consejeros que representan a inversores activos y a bancos están positivamente relacionados tanto con el nivel de endeudamiento como con el endeudamiento de procedencia bancaria. Los consejeros nombrados por empresas de seguros parecen rehuir el riesgo financiero, fomentando la implementación de estructuras menos apalancadas. Por ello, la conjunción del efecto opuesto de consejeros bancarios y de empresas de seguros explicaría la ausencia de un efecto estadísticamente del conjunto de consejeros nombrados por inversores institucionales pasivos.

En términos semejantes hay que interpretar los datos de la tabla 5, donde presentamos las principales características de la estructura de remuneración en función de que la presencia de consejeros institucionales, activos o pasivos, se sitúe por encima o por debajo de su mediana. Así, mientras que la presencia de consejeros nombrados por los inversores institucionales en su conjunto no parece inducir diferencias significativas, dichas diferencias surgen cuando se consideran aquellos consejeros afiliados a inversores institucionales pasivos en comparación con los activos. Mientras que los primeros incrementan el componente fijo de la retribución y reducen la parte variable, los últimos provocan el efecto contrario, reduciendo la parte fija de su retribución y aumentando el componente variable de la misma.

**TABLA 4. TEST DE COMPARACIÓN DE MEDIAS: ESTRUCTURA FINANCIERA**

Valores medios del endeudamiento (LEV) y del endeudamiento bancario (BKLEV) según que el número de consejeros representando a inversores institucionales pasivos (PASIVO), activos (ACTIVO), entidades de crédito (BANK) o empresas de seguros (INSUR) se sitúe por encima o por debajo de la mediana. El valor- p es el nivel de significación para aceptar la hipótesis nula de igualdad de medias entre ambos grupos

	LEV			BKLEV		
	Bajo endeudamiento	Alto endeudamiento	Valor- p	Bajo endeudamiento	Alto endeudamiento	Valor- p
PASIVO	0.591	0.598	0.646	0.455	0.492	0.039
BANK	0.579	0.616	0.016	0.454	0.497	0.017
INSUR	0.604	0.391	0.000	0.468	0.503	0.409
ACTIVO	0.555	0.608	0.002	0.439	0.493	0.005



TABLA 5. TEST DE COMPARACIÓN DE MEDIAS: ESTRUCTURA DE REMUNERACIÓN
 Valores medios de la remuneración media por consejero (DIRECT), del componente fijo (FIXCOMP), del componente variable (VARCOMP) y de la sensibilidad de la remuneración (SENSIB) según que el número de consejeros representando a inversores institucionales (INSTIT), inversores institucionales pasivos (PASIVO) o inversores institucionales activos (ACTIVO) se sitúe por encima o por debajo de la mediana. El valor-p es el nivel de significación para aceptar la hipótesis nula de igualdad de medias entre ambos grupos

	DIRECT			FIXCOMP			VARCOMP			SENSIB		
	Mitad superior	Mitad inferior	Valor-p	Mitad superior	Mitad inferior	Valor-p	Mitad superior	Mitad inferior	Valor-p	Mitad superior	Mitad inferior	Valor-p
INSTIT	526.2	495.3	0.52	0.443	0.461	0.49	0.41	0.373	0.19	0.132	0.065	0.27
PASIVO	530.26	480.5	0.31	0.433	0.481	0.06	0.438	0.32	0.00	0.087	0.057	0.43
ACTIVO	597.2	431.8	0.00	0.474	0.429	0.08	0.368	0.415	0.09	0.104	0.038	0.43



4.2. Análisis explicativo: efecto sobre la estructura financiera

La tabla 6 ofrece las estimaciones correspondientes a nuestra primera hipótesis. En la primera columna de la mencionada tabla ofrecemos los resultados cuando se consideran conjuntamente los consejeros que representan a inversores institucionales activos y pasivos. Dichos resultados son coherentes con nuestra hipótesis H1b pues la proporción de consejeros representantes de los inversores pasivos tiene una influencia negativa en el nivel de endeudamiento. Este resultado puede sugerir que el control de este tipo de inversores trata de disuadir de la asunción de excesivos riesgos financieros en forma de endeudamiento, respaldando la función de supervisión del consejo de administración.

En la columna 2 de la tabla 6 tratamos de desdoblar el efecto de los inversores institucionales pasivos en sus dos integrantes principales: consejeros bancarios y consejeros representantes de empresas aseguradoras. Los resultados recogidos en esa columna muestran una función distinta de cada uno de ellos: mientras que los primeros estimulan el endeudamiento, los segundos son renuentes al uso de deuda. Se trata de una evidencia coherente con investigaciones centradas en otros países como las de Booth y Deli (1999), Güner, et al. (2008) y Kroszner y Strahan (2001). Esos resultados respaldan la hipótesis H2a y dan a entender que los consejeros representantes de bancos aportan unos conocimientos financieros y una mayor facilidad para el acceso a los recursos financieros como sugiere la teoría de la dependencia de recursos. Asimismo, también parecen sugerir que la función de dichos consejeros es promover su propio negocio bancario. Por su parte, el coeficiente negativo de la variable INSUR hace pensar que los consejeros nombrados por las empresas aseguradoras velan por los intereses de las mismas, minorando el nivel de endeudamiento y, con ello, las probabilidades de quiebra. Los consejeros nombrados por inversores institucionales activos (fondos de pensiones y de inversión) no tienen una incidencia consistente.

El coeficiente de la variable retardada LEV se halla en los niveles habituales en investigaciones sobre la velocidad de ajuste de la deuda (Flannery y Rangan, 2006; González y González, 2011; Hovakimian y Li, 2011; Vallelado y Saona, 2011). Por lo que se refiere a las variables de control, vemos que la estructura temporal de los activos, la valoración de mercado y el tamaño de la empresa influyen positivamente sobre el nivel de endeudamiento. Por el contrario, la tangibilidad de los activos, la rentabilidad de la empresa y la tasa impositiva soportada por la empresa influyen en sentido negativo.



TABLA 6. ESTIMACIÓN DE LOS EFECTOS SOBRE LA ESTRUCTURA FINANCIERA (ENDEUDAMIENTO)

Coefficientes estimados (estadístico t) de la estimación del modelo [1] a través del método generalizado de los momentos. La variable dependiente es el nivel de endeudamiento (LEV). m_2 es un test de autocorrelación serial de segundo orden, el test de Hansen es una prueba de restricciones de sobreidentificación que se distribuye siguiendo una función χ^2 (entre paréntesis los grados de libertad). *** representa un nivel de confianza del 99%, ** un nivel de confianza del 95% y * un nivel de confianza del 90%

	(1)	(2)	(3)	(4)
LEV _{t-1}	0.747 (59.35)***	0.729 (65.09)***	0.737 (63.63)***	0.702 (37.51)***
PASIVO	-0.031 (2.03)**		0.075 (4.39)***	
PASIVO•PROP			-0.004 (8.59)***	
ACTIVO	0.085 (3.44)***	0.053 (1.97)*	0.046 (1.41)	0.034 (0.77)
ACTIVO•PROP			-0.001 (0.95)	-0.001 (1.76)*
BANK		0.039 (2.81)***		0.096 (4.85)***
BANK•PROP				-0.004 (7.65)***
INSUR		-0.320 (2.47)**		-1.148 (1.95)*
INSUR•PROP				0.019 (1.48)
ASMAT	0.001 (11.48)***	0.001 (9.22)***	0.001 (10.63)***	0.001 (7.89)***
MTB	0.005 (15.10)***	0.005 (11.22)***	0.005 (14.78)***	0.004 (10.17)***
SIZE	0.015 (8.94)***	0.012 (9.32)***	0.010 (5.19)***	0.011 (4.87)***
TANGIB	-0.054 (5.83)***	-0.042 (4.90)***	-0.043 (4.72)***	-0.031 (2.80)***
ROA	-0.279 (12.16)***	-0.265 (9.32)***	-0.315 (13.08)***	-0.300 (7.20)***
AGE	-0.017 (2.91)***	0.001 (1.14)	-0.015 (2.78)***	0.001 (0.24)
TAX	-0.011 (9.71)***	-0.012 (4.19)***	-0.010 (8.48)***	-0.008 (5.37)***
Nº observaciones	413	417	411	415
m_2	0.85	-0.18	0.81	-0.20
Hansen test (g.l.)	61.71 (215)	65.49 (207)	60.28 (213)	63.92 (206)



Antoniou, et al. (2008) and Psillaki y Daskalakis (2009) indican que las decisiones corporativas relativas a la financiación están críticamente influidas por rasgos institucionales propios de cada país. En consecuencia, la comparación de los estudios sobre estructura de capital debe hacerse con investigaciones análogas centradas en el mismo país o en un entorno legal-institucional semejante. En ese sentido, nuestros resultados presentan gran concordancia con los alcanzados por Acedo-Ramírez, et al. (2013), Sogorb Mira (2005), López Gracia y Sogorb Mira (2008) y por González y González (2011) en el mercado español y con los publicados por Psillaki y Daskalakis (2009) para empresas del entorno de ley civil. Asimismo, desde el punto de vista teórico, las predicciones de la teoría del *trade-off* y de las preferencias financieras justifican los coeficientes de nuestras variables de ahorro impositivo, tamaño y edad de la empresa, rentabilidad, tangibilidad de activos y oportunidades de crecimiento (Myers y Majluf, 1984; Myers, 1984).

Además, las pruebas de especificación del modelo son plenamente satisfactorias. De acuerdo con el test m_2 , no existe autocorrelación de segundo orden entre los residuos, por lo que las estimaciones son eficientes. Además, el test de Hansen de restricciones de sobreidentificación muestra que la selección de variables instrumentales es adecuada.

En la idea de profundizar en estas relaciones, la tabla 7 ofrece datos de la estimación del modelo [1] cuando la variable dependiente es la proporción de recursos ajenos de procedencia bancaria (BKLEV). La columna (1) muestra que la presencia de consejeros representando inversores institucionales pasivos tiene un efecto positivo sobre la deuda bancaria, lo que puede venir explicado por el hecho de que estos consejeros refuerzan los lazos comerciales con los bancos, facilitando el acceso a recursos críticos. Este resultado se mantiene cuando incorporamos la distinción entre consejeros bancarios y consejeros de empresas aseguradoras como aparece en la columna (2). Al igual que anteriormente, los consejeros pertenecientes a inversores institucionales activos no parecen tener un efecto claro sobre el endeudamiento de procedencia bancaria.



TABLA 7. ESTIMACIÓN DE LOS EFECTOS SOBRE LA ESTRUCTURA FINANCIERA (ENDEUDAMIENTO BANCARIO)

Coefficientes estimados (estadístico t) de la estimación del modelo [1] a través del método generalizado de los momentos. La variable dependiente es el nivel de endeudamiento de procedencia bancaria (BKLEV). m_2 es un test de autocorrelación serial de segundo orden, el test de Hansen es una prueba de restricciones de sobreidentificación que se distribuye siguiendo una función χ^2 (entre paréntesis los grados de libertad). *** representa un nivel de confianza del 99%, ** un nivel de confianza del 95% y * un nivel de confianza del 90%

	(1)	(2)	(3)	(4)
BKLEV _{t-1}	0.653 (24.61) ***	0.545 (18.33) ***	0.601 (24.08) ***	0.538 (16.88) ***
PASIVO	0.172 (4.68) ***		0.331 (6.54) ***	
PASIVO•PROP			-0.008 (10.53) ***	
ACTIVO	0.093 (3.31) ***	0.035 (1.52)	0.056 (1.40)	-0.021 (0.44)
ACTIVO•PROP			0.001 (1.70)	0.001 (1.35)
BANK		0.166 (5.11) ***		0.326 (5.89) ***
BANK•PROP				-0.010 (13.13) ***
INSUR		0.728 (3.53) ***		0.360 (0.57)
INSUR•PROP				0.004 (0.31)
ASMAT	0.001 (1.51)	0.000 (2.80) ***	0.000 (3.49) ***	0.001 (3.60) ***
MTB	0.004 (7.18) ***	0.004 (7.60) ***	0.005 (8.94) ***	0.004 (8.20) ***
SIZE	-0.001 (0.52)	0.003 (0.78)	-0.007 (2.47) **	0.001 (0.15)
TANGIB	0.178 (8.37) ***	0.183 (8.61) ***	0.203 (8.00) **	0.179 (7.19) ***
ROA	-0.190 (3.98) ***	-0.160 (3.33) ***	-0.140 (2.55) **	-0.180 (2.62) **
AGE	-0.012 (1.98) **	0.001 (0.14)	-0.014 (1.86) *	-0.010 (0.93)
TAX	-0.001 (0.64)	-0.006 (2.48)	-0.001 (0.74)	-0.003 (1.10)
Nº observaciones	417	417	411	415
m_2	0.27	0.18	0.32	0.37
Hansen test (g.l.)	69.2 (215)	56.71 (207)	61.68 (213)	60.34 (204)



Una vez realizado el contraste básico de nuestras dos primeras hipótesis, nos planteamos la existencia de efectos moderadores y, más en concreto, si la estructura de propiedad puede influir de alguna manera en la relación entre consejeros institucionales y estructura financiera de la empresa. Este planteamiento se inspira en un posible efecto de sustitución entre la estructura de capital y la estructura de propiedad como mecanismos de control corporativo y, por tanto, en la idea de que las empresas diseñan conjuntamente los mecanismos de control empleados, de modo que las deficiencias de alguno de ellos pueden ser compensadas por el empleo de otros mecanismos alternativos (Agrawal y Knoeber, 1996; Bozec y Bozec, 2007; Fernández y Arrondo, 2005; Zoido, 1998). Desde esta perspectiva, la función de control de los consejeros institucionales puede venir afectada por la participación en el capital poseída por los inversores a quienes representan.

La columna (3) de la tabla 6 resulta bastante reveladora a este respecto. En ella, además de las variables anteriormente mencionadas, hemos incluido dos variables explicativas adicionales, PASIVO•PROP y ACTIVO•PROP, definidas respectivamente como el producto de la proporción de consejeros representantes de inversores pasivos o activos y la participación de los consejeros en el capital. Contrariamente a los resultados de la primera columna, la incorporación de la estructura de propiedad modifica el efecto de la variable PASIVO, que pasa a ser un determinante positivo y significativo del nivel de endeudamiento. Sin embargo, el coeficiente de la variable PASIVO•PROP es negativo.

En consecuencia, parece existir un efecto sustitución entre las dos formas de control corporativo de los inversores institucionales: presencia en el consejo de administración y presencia en el accionariado. De este modo, cuanto mayor es la participación de los inversores institucionales en la propiedad, mayor es la reticencia de los inversores pasivos a incrementar el nivel de endeudamiento corporativo. De alguna manera esta evidencia nos remite a los datos expuestos en la tabla 1 y a la disímil evolución de la participación de los inversores institucionales, con un creciente protagonismo en el consejo de administración y una cierta reducción de la fracción de capital que poseen.

En la columna (4) de la tabla 6 desagregamos ese efecto considerando los diversos tipos de inversores institucionales pasivos (bancos y compañías de seguros). Los resultados de esas estimaciones ponen de manifiesto un efecto dual de los consejeros que representan a los bancos. Así, mientras que dichos consejeros estimulan el endeudamiento, dicha influencia depende de la participación del consejo de administración en la propiedad. El signo negativo de BANK•PROP muestra que tales consejeros evitan un elevado riesgo financiero cuando se tiene en cuenta su participación en el capital. Por lo tanto, los consejeros bancarios parecen renuentes a asumir excesivos niveles de endeudamiento.



damiento que podrían amenazar la viabilidad de las empresas en cuyo capital participan los bancos a los que representan. Asimismo, podemos interpretar este resultado como una prueba adicional de la interacción entre el consejo de administración y la propiedad como medios de control corporativo por parte de los inversores institucionales.

En la columna (3) de la tabla 7 presentamos los resultados del análisis del efecto de la participación de los consejeros en la propiedad de la empresa cuando la variable dependiente es el endeudamiento de procedencia bancaria. Queda corroborado el refuerzo de las relaciones bancarias a que conduce la presencia de consejeros procedentes de inversores pasivos (PASIVO) y su positivo efecto en la deuda bancaria. Sin embargo, el signo negativo de la variable PASIVO•PROP da a entender que estos consejeros se muestran menos proclives a recabar endeudamiento bancario cuando se tiene en cuenta la fracción de capital que poseen. En la misma línea, los resultados de la columna (4) de la tabla 7 confirman el doble papel de los bancos: aunque sus consejeros fomentan el endeudamiento de procedencia bancaria (BANK), el efecto conjunto de la participación de los bancos en el consejo y en la propiedad (BANK•PROP) es negativo. Podríamos afirmar, por consiguiente, que estos consejeros asumen simultáneamente la función de consejeros, accionistas y probablemente acreedores. Ante tal coincidencia –y posiblemente conflicto– de intereses, los representantes bancarios en el consejo optan por reducir el riesgo financiero que puede amenazar la viabilidad de la empresa.

Por lo que respecta a las variables de control, los resultados de la tabla 7 indican que la obtención de financiación bancaria viene facilitada por la tangibilidad y el plazo de vencimiento de los activos, así como por las oportunidades de crecimiento. Por el contrario, la rentabilidad de la empresa influye negativamente, orientando a la empresa hacia otro tipo de fuentes financieras más baratas. En su conjunto, estos resultados vienen explicados por dos cuerpos de la literatura sobre intermediación financiera: el enfoque de información asimétrica (Haque, et al., 2009; James y Smith, 2000; Yosha, 1995) y el enfoque de riesgo moral (Dewaelheyns y Van Hulle, 2010; Johnson, 1997).

4.3. Análisis explicativo: efecto sobre la estructura de remuneración

La tabla 8 presenta los resultados de las estimaciones correspondientes a la hipótesis 3. En la columna (1) contrastamos el efecto del conjunto de consejeros institucionales, ya se trate de representantes de inversores activos o pasivos, en la remuneración fija que recibe cada consejero. Como indican los coeficientes de las variables INSTIT e INSTIT•ROA, los consejeros designados por inversores institucionales reducen la cantidad percibida por



cada consejero en concepto de remuneración fija. Sin embargo, la interacción con la rentabilidad económica (INSTIT•ROA) tiene un efecto positivo. Por lo tanto, la presencia de consejeros institucionales tiene un doble efecto: reduce la remuneración fija y, al mismo tiempo, la hace más dependiente de la eficiencia de la empresa.

TABLA 8. ESTIMACIÓN DE LOS EFECTOS SOBRE LA REMUNERACIÓN FIJA DE LOS CONSEJEROS

Coefficientes estimados (estadístico t) de la estimación del modelo [2] a través del método generalizado de los momentos. La variable dependiente es la remuneración que cada consejero percibe en concepto de retribución fija (RETRIB). m_2 es un test de autocorrelación serial de segundo orden, el test de Hansen es una prueba de restricciones de sobreidentificación que se distribuye siguiendo una función χ^2 (entre paréntesis los grados de libertad). * representa un nivel de confianza del 99%, ** un nivel de confianza del 95% y * un nivel de confianza del 90%**

	(1)	(2)	(3)
INSTIT	-0.335 (2.08) **		
INSTIT•ROA	0.053 (5.57) ***		
PASIVO		214.197 (6.14) ***	
PASIVO•ROA		26.310 (8.00) ***	
ACTIVO			-66.798 (5.96) ***
ACTIVO•ROA			3.227 (3.19) ***
SIZE	36.606 (11.30) ***	40.440 (18.82) ***	39.152 (12.71) ***
LEV	19.829 (1.42) *	4.034 (0.21)	-43.091 (3.02) ***
MTB	0.385 (0.37)	7.348 (4.83) ***	-0.589 (0.42)
ROA	0.053 (0.26)	-0.223 (1.12)	0.374 (1.54)
Nº observaciones	366	366	366
m_2	-1.07	-0.85	-0.99
Hansen test (g.l.)	59.23(71)	58.59(71)	61.33(71)



Es interesante comparar entre sí los resultados de las columnas (2) y (3) de la tabla 8. En la columna (2) recogemos el efecto de los consejeros representando a inversores institucionales pasivos y en la columna (3) el efecto de los consejeros nombrados por inversores institucionales activos. Mientras que los primeros tienen un efecto positivo en la remuneración fija, los segundos influyen negativamente. Estos resultados, por tanto, confirman la disímil actitud que adoptan ambos tipos de inversores institucionales, desempeñando los inversores activos una mayor función de control y disciplina. Por lo tanto, podemos afirmar que nuestra hipótesis 3 –según la cual el efecto de los consejeros institucionales sobre la remuneración resulta diferente en función del tipo de inversor institucional al que representan– resulta validada.

Asimismo, ambos tipos de inversores tienen un efecto semejante sobre la remuneración fija cuando se incorpora la eficiencia de la empresa (variables $\text{ACTIVO} \cdot \text{ROA}$ y $\text{PASIVO} \cdot \text{ROA}$), incrementando esa remuneración cuando aumenta la rentabilidad de la empresa. Como se recordará, nuestra hipótesis 4 establecía un comportamiento diferenciado de ambos tipos de inversores, por lo que dicha hipótesis queda falsada empíricamente.

Por lo que se refiere a las variables de control, la única variable que presenta una influencia consistente es el tamaño de la empresa, de modo que los consejeros de las mayores empresas reciben una mayor retribución fija.

Si centramos ahora nuestra atención en la hipótesis 5, referente a la proporción que los componentes fijo y variable representan sobre la remuneración total (Tablas 9 y 10), se observa también un efecto diferente de cada tipo de inversor institucional. La columna (1) de la tabla 9 revela que los consejeros nombrados por inversores institucionales incrementan el componente fijo, al mismo tiempo que se reduce la proporción fija cuando se introduce como variable moderadora la rentabilidad de la empresa ($\text{INSTIT} \cdot \text{ROA}$).

No obstante, ese efecto general de los consejeros institucionales no es homogéneo entre los dos grupos de inversores. La columna (2) de la Tabla 9 pone de manifiesto que los inversores pasivos aumentan el componente fijo (PASIVO) mientras que los inversores activos (ACTIVO) lo reducen. Asimismo, la interacción de ambas variables con la eficiencia de la empresa tiene también signos opuestos. En consecuencia, se verifica nuevamente esa diferente actuación de los dos tipos de inversores institucionales. De acuerdo con esa diferencia, los inversores pasivos ejercen en menor medida esa tarea de control, estimulando la remuneración fija, mientras que los consejeros que representan a inversores institucionales activos reducen el componente fijo, tratando de alinear los intereses de los consejeros con los del conjunto del accionariado.



TABLA 9. ESTIMACIÓN DE LOS EFECTOS SOBRE LA PROPORCIÓN DE REMUNERACIÓN FIJA DE LOS CONSEJEROS

Coefficientes estimados (estadístico t) de la estimación del modelo [2] a través del método generalizado de los momentos. La variable dependiente es la remuneración que cada consejero percibe en concepto de retribución fija (FIXCOMP). m_2 es un test de autocorrelación serial de segundo orden, el test de Hansen es una prueba de restricciones de sobreidentificación que se distribuye siguiendo una función χ^2 (entre paréntesis los grados de libertad). *** representa un nivel de confianza del 99%, ** un nivel de confianza del 95% y * un nivel de confianza del 90%

	(1)	(2)	(3)
INSTIT	0.189 (3.75) ***		
INSTIT•ROA	-0.034 (4.56) ***		
PASIVO		18.363 (1.96)	
PASIVO•ROA		-4.188 (4.00) ***	
ACTIVO			-19.258 (4.25) ***
ACTIVO•ROA			2.056 (2.52) **
SIZE	-6.877 (8.94) ***	-2.753 (4.31) ***	-2.106 (3.07) ***
LEV	52.584 (7.51) ***	5.651 (2.31) **	7.542 (1.11)
MTB	-8.531 (10.65) ***	-0.865 (4.05) ***	-0.383 (0.98)
ROA	2.912 (18.53) ***	0.408 (3.25) ***	-0.211 (1.23)
Nº observaciones	302	301	301
m_2	-0.28	-1.00	-0.37
Hansen test (g.l.)	58.1(71)	60.6(73)	62.0(71)

Asimismo, la proporción fija de la retribución del consejo es mayor en las empresas más endeudadas y en las más rentables. Por el contrario, las empresas de mayor tamaño y de más oportunidades de crecimiento recurren en menor media a esta forma de retribución. Estos resultados tienen su continuación en los reportados en la tabla 10, donde ofrecemos los obtenidos en estimaciones semejantes en las que la variable dependiente, en



lugar de ser la proporción fija de la remuneración del consejo, es la parte variable de dicha remuneración (VARCOMP)⁶.

TABLA 10. ESTIMACIÓN DE LOS EFECTOS SOBRE LA PROPORCIÓN DE REMUNERACIÓN VARIABLE DE LOS CONSEJEROS

Coefficientes estimados (estadístico t) de la estimación del modelo [2] a través del método generalizado de los momentos. La variable dependiente es la remuneración que cada consejero percibe en concepto de retribución fija (VARCOMP). m_2 es un test de autocorrelación serial de segundo orden, el test de Hansen es una prueba de restricciones de sobreidentificación que se distribuye siguiendo una función χ^2 (entre paréntesis los grados de libertad). * representa un nivel de confianza del 99%, ** un nivel de confianza del 95% y * un nivel de confianza del 90%**

	(1)	(2)	(3)
INSTIT	0.177 (3.02) ***		
INSTIT•ROA	0.032 (3.42) ***		
PASIVO		-90.756 (7.78) ***	
PASIVO•ROA		-15.177 (9.10) ***	
ACTIVO			26.384 (3.13) ***
ACTIVO•ROA			6.541 (4.71) ***
SIZE	5.879 (5.39) ***	8.530 (11.66) ***	14.515 (17.34) ***
LEV	-9.820 (1.19)	-94.668 (10.38) ***	-114.098 (9.41) ***
MTB	0.331 (0.64)	1.669 (2.93) ***	7.392 (8.16) ***
ROA	0.469 (1.85) *	1.086 (5.01) ***	-1.031 (5.48) ***
Nº observaciones	282	282	305
m_2	-0.66	-1.13	-0.85
Hansen test (g.l.)	62.7 (72)	65.5 (72)	68.7(71)

⁶ A pesar de la evidente relación entre FIXCOMP y VARCOMP, no se trata de variables redundantes pues la retribución de los consejeros incluye otros conceptos adicionales como las dietas, las atenciones estatutarias, la percepción de opciones y otros instrumentos financieros, etc.



Esos resultados ponen nuevamente de manifiesto la función supervisora o disciplinaria de los consejeros nombrados por los inversores institucionales y, al mismo tiempo, la diversidad de funciones que desempeñan. La columna (1) muestra que la presencia de esos consejeros (INSTIT) incrementa el componente variable de la retribución. Al tratarse de una parte de la remuneración que está condicionada a los resultados, la interacción entre INSTIT y la rentabilidad (incorporada a través de la variable $\text{INSTIT} \cdot \text{ROA}$) es también positiva y significativa.

En las columnas (2) y (3) desagregamos la composición del consejo de administración entre los representantes de inversores institucionales pasivos (columna 2) y activos (columna 3). Una vez más, se observa un patrón de comportamiento distinto. Consecuentemente con la idea de una menor implicación en el gobierno corporativo de los inversores pasivos, tanto la variable PASIVO como su interacción con la rentabilidad ($\text{PASIVO} \cdot \text{ROA}$) influyen negativamente en la proporción de remuneración variable. Por el contrario, el efecto de los consejeros nombrados por inversores institucionales activos (ACTIVO y $\text{ACTIVO} \cdot \text{ROA}$) es positivo y significativo. Para una correcta interpretación de estos resultados hay que tener en cuenta el efecto de la remuneración variable puede tener sobre el riesgo de la empresa.

La Comisión Europea ha evidenciado un posible efecto perverso de la remuneración variable ya que, a pesar de estar concebida como un mecanismo de alineamiento de intereses del accionariado y la dirección, puede conducir a incrementar el riesgo corporativo (EUCGF, 2009). Se entiende así que los representantes de inversores institucionales presenten diferentes preferencias sobre esta cuestión. Aquellos designados por inversores pasivos como son bancos y empresas aseguradoras, más preocupados por el riesgo corporativo, se muestran proclives a reducir el tramo variable de la remuneración. Por el contrario, los consejeros nombrados por inversores más activos optan por mayores niveles de remuneración variable. Este resultado, por tanto, es coherente con el aumento en el riesgo corporativo a que ha conducido la propiedad institucional de las empresas durante la crisis financiera (Erkens, et al., 2012; Manconi, et al., 2012).

En cuanto al tipo de empresas que optan en mayor medida por la remuneración variable podemos decir que son empresas de mayor tamaño y, lógicamente, mayores oportunidades de crecimiento o valoración de mercado más elevada. Por el contrario, las empresas más endeudadas resultan más renuentes a esta estructura de retribución.

Finalmente, en la tabla 11 presentamos los resultados correspondientes a nuestra última hipótesis, la relativa a la sensibilidad de la remuneración del consejo ante cambios en la



rentabilidad de la empresa. Según la columna (1) de esa tabla, la presencia de consejeros representando a inversores institucionales incrementa esa sensibilidad. No obstante, el efecto es diferenciado según el tipo de inversor institucional. Así, mientras que los inversores pasivos reducen esa sensibilidad (columna 2), los inversores activos la estimulan (columna 3). En los tres casos la interacción de las variables de gobierno corporativo con la rentabilidad de la empresa es negativa, lo que indica un efecto cóncavo o decreciente a medida que aumenta la rentabilidad.

TABLA 11. ESTIMACIÓN DE LOS EFECTOS SOBRE LA SENSIBILIDAD DE LA REMUNERACIÓN

Coefficientes estimados (estadístico t) de la estimación del modelo [2] a través del método generalizado de los momentos. La variable dependiente es la variación relativa del consejo ante cambios en la rentabilidad económica (SENSIB). m_2 es un test de autocorrelación serial de segundo orden, el test de Hansen es una prueba de restricciones de sobreidentificación que se distribuye siguiendo una función χ^2 (entre paréntesis los grados de libertad). * representa un nivel de confianza del 99%, ** un nivel de confianza del 95% y * un nivel de confianza del 90%**

	(1)	(2)	(3)
INSTIT	0.026 (12.74) ***		
INSTIT•ROA	-0.0002 (-2.629) **		
PASIVO		-1.026 (-3.358) ***	
PASIVO•ROA		-0.213 (-7.597) ***	
ACTIVO			3.778 (18.12) ***
ACTIVO•ROA			-0.0235 (4.18) ***
SIZE	0.525 (12.57) ***	0.579 (8.585) ***	0.517 (18.49) ***
LEV	-0.537 (-6.194) ***	-0.846 (-4.669) ***	-0.618 (-7.347) ***
MTB	-0.005 (-5.559) ***	0.001 (0.793)	-0.012 (-13.00) ***
ROA	-0.005 (-7.741) ***	-0.003 (-3.973) ***	-0.009 (-11.65) ***
Nº observaciones	411	411	411
m_2	1.34	1.38	1.33
Hansen test (g.l.)	68.23(77)	60.21(77)	64.86(77)



Se observa que aquellas empresas cuya retribución del consejo de administración responde en mayor medida a un cambio en la rentabilidad son empresas más grandes. En sentido contrario, aquellas cuyos consejeros reciben una remuneración menos variable ante cambios en la eficiencia son empresas más endeudadas y con más oportunidades de crecimiento. La rentabilidad del periodo anterior influye negativamente, coherentemente con la idea de una relación cóncava en la que mayores incrementos en la rentabilidad resultan en incrementos más reducidos de la remuneración.

4.4. Análisis de sensibilidad

Una cautela que ha de tenerse presente en las investigaciones de gobierno corporativo, como ya quedó indicado en la sección de metodología, es el problema de endogeneidad (Erkens, et al., 2012). Como sugieren Hermalin y Weisbach (2003), la conformación del consejo de administración puede obedecer a aspectos relacionados con el nivel de endeudamiento o la estructura de remuneración. Aunque el método generalizado de los momentos permite tratar adecuadamente la endogeneidad, Coles, et al. (2008) y Bhagat y Black (2001) proponen un procedimiento alternativo a través de la utilización de la estimación a través de mínimos cuadrados en dos etapas variables instrumentales.

En la tabla 12 recogemos los resultados correspondientes a la estimación del modelo [1], es decir, el efecto sobre el nivel de apalancamiento y sobre el endeudamiento de procedencia bancaria. Para evitar exposiciones demasiado prolijas, únicamente ofrecemos las estimaciones más amplias, en las que se ha incluido la combinación más amplia de variables explicativas, teniendo en cuenta las cautelas necesarias para evitar la posible multicolinealidad.

Estas estimaciones corroboran los resultados expuestos en las secciones anteriores. Las columnas (1) y (3) indican que los consejeros nombrados por inversores pasivos tienen una influencia positiva en el endeudamiento y en la financiación bancaria, lo cual es coherente con nuestra hipótesis H1a. Sin embargo, esta influencia se torna negativa cuando se incorpora el efecto de la propiedad a través de las variables PASIVO•PROP y ACTIVO•PROP. Cuando descomponemos el efecto de los consejeros representantes de inversores pasivos según estén nombrados por bancos o por empresas aseguradoras (columnas 2 y 4), es de resaltar el efecto de los primeros, combinando un efecto directo positivo (BANK) y un efecto moderador negativo de la propiedad de dichos bancos (BANK•PROP), en la línea de la hipótesis H2b.



TABLA 12. ESTIMACIÓN DE LOS EFECTOS SOBRE LA ESTRUCTURA FINANCIERA (MÍNIMOS CUADRADOS EN DOS ETAPAS)

Coefficientes estimados (estadístico t) de la estimación del modelo [1] a través del método de mínimos cuadrados en dos etapas. La variable dependiente en las columnas 1-2 es el nivel de endeudamiento (LEV) y en las columnas 3-4 el endeudamiento bancario (BKLEV). m_2 es un test de autocorrelación serial de segundo orden, el test de Hansen es una prueba de restricciones de sobreidentificación que se distribuye siguiendo una función χ^2 (entre paréntesis los grados de libertad). *** representa un nivel de confianza del 99%, ** un nivel de confianza del 95% y * un nivel de confianza del 90%

	(1) LEV	(2) LEV	(3) BKLEV	(4) BKLEV
LEV _{t-1}	0.781 (24.06) ***	0.747 (23.70) ***		
BKLEV _{t-1}			0.703 (19.23) ***	0.620 (7.98) ***
PASIVO	0.766 (3.65) ***		0.738 (2.74) **	
PASIVO•PROP	-0.017 (3.66) ***		-0.016 (2.73) **	
ACTIVO	0.125 (2.92) ***	0.146 (3.55) ***	0.143 (2.26) **	0.292 (2.07) **
ACTIVO•PROP	0.001 (0.18)	-0.000 (0.61)	-0.001 (0.26)	0.000 (0.12)
BANK		0.653 (3.52) ***		2.278 (1.86) *
BANK•PROP		-0.014 (3.27) ***		-0.050 (1.90) **
INSUR		-0.137 (0.41)		-0.295 (0.34)
INSUR•PROP		-0.004 (0.41)		0.016 (0.51)
ASMAT	0.001 (4.05) ***	0.001 (4.05) ***	0.001 (1.92) *	0.003 (1.86)
MTB	0.009 (4.43) ***	0.009 (4.42) ***	0.005 (1.83) *	0.008 (1.55)
TANGIB	-0.051 (1.73) *	-0.039 (1.37)	0.145 (3.38) ***	0.155 (2.17) **
ROA	-0.233 (3.77) ***	-0.222 (3.90) ***	-0.109 (1.14)	-0.034 (0.22)
AGE	-0.021 (2.34) **	-0.010 (1.27)	-0.017 (1.42)	-0.025 (1.14)
TAX	-0.015 (3.04) ***	-0.014 (2.99) ***	-0.004 (0.59)	-0.010 (0.76)
Nº observaciones	415	415	415	394
Adj.-R ²	0.5689	0.5029	0.4870	0.2212



TABLA 13. ESTIMACIÓN DE LOS EFECTOS SOBRE LA ESTRUCTURA DE RETRIBUCIÓN (MÍNIMOS CUADRADOS EN DOS ETAPAS)

Coefficientes estimados (estadístico t) de la estimación del modelo [2] a través del método de mínimos cuadrados en dos etapas. La variable dependiente en las columnas 1-2 es la remuneración fija de cada consejero (RETRIB), en las columnas 3-4 la proporción de esa remuneración sobre la retribución total (FIXCOMP), en las columnas 5-6 la proporción de la remuneración variable sobre la retribución total (VARCOMP) y en las columnas 7-8 la sensibilidad de la remuneración total ante un cambio en la rentabilidad (SENSIB). m_2 es un test de autocorrelación serial de segundo orden, el test de Hansen es una prueba de restricciones de sobreidentificación que se distribuye siguiendo una función χ^2 (entre paréntesis los grados de libertad). *** representa un nivel de confianza del 99%, ** un nivel de confianza del 95% y * un nivel de confianza del 90%

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	RETRIB	RETRIB	FIXCOMP	FIXCOMP	VARCOMP	VARCOMP	SENSIB	SENSIB
INSTIT	-0.911 (-2.75) ***		1.895 (2.345) **		0.388 (2.394) **		0.0695 (2.216) **	
INSTIT•ROA	0.079 (2.745) ***		-0.131 (-1.867) *		0.101 (2.598) **		-0.055 (-2.24) **	
PASIVO		120.84 (2.356) **		21.57 (2.788) ***		-107.5 (-2.730) ***		-2.377 (1.846) *
PASIVO•ROA		12.40 (1.193)		-14.64 (-2.084) **		-78.02 (-2.316) **		-0.261 (-1.720) *
ACTIVO		-85.26 ***		-12.25 (-2.281)		65.50 (1.850) *		4.445 (2.025)
ACTIVO•ROA		16.86 ***		6.153 (2.815) **		6.790 (1.840) *		-0.043 (-2.093)
SIZE	45.50 (7.923) ***	45.02 *** (2.829)	-4.276 *** (-3.055) ***	-4.527 *** (-3.811) ***	16.29 (2.048) **	12.08 (2.149) **	-41.96 (-0.83)	235.9 (0.933)
LEV	116.9 (1.383)	-119.1 (-1.88) **	-31.55 (-1.532)	-7.794 (-0.608)	-26.35 (-0.86)	-13.15 (-0.233)	-1.439 (-1.71) *	-4.631 (-1.235)
MTB	-7.652 (-1.59)	-1.740 (-0.95)	1.137 (0.972)	0.393 (0.457)	-0.472 (-0.40)	-0.649 (-0.171)	65.49 (1.309)	115.5 (0.545)
ROA	-7.815 (-2.26) **	-3.108 (-1.97) **	1.450 (1.725) *	0.649 (1.578)	-3.072 (-2.13) **	1.786 (0.477)	45.07 (1.653) *	188.3 (1.427)
Nº obs.	366	366	301	301	339	339	365	365
Adj.-R ²	0.426	0.353	0.394	0.342	0.381	0.339	0.344	0.395



La tabla 13 ofrece los resultados de las estimaciones por mínimos cuadrados en dos etapas del modelo [2], es decir, cuando las variables dependientes son las distintas medidas de remuneración del consejo de administración. Nuevamente, para evitar la prolijidad, hemos estimado conjuntamente el efecto de los consejeros representantes de inversores institucionales activos y pasivos (columnas 2, 4, 6 y 8). Dado que estos resultados vienen a respaldar los expuestos en las tablas 8-11 consideramos que no requieren comentarios adicionales.

5. CONCLUSIONES

Las últimas décadas han sido testigo de un creciente protagonismo de los inversores institucionales en el ámbito del gobierno corporativo, especialmente en los países cuya legislación recoge una menor protección de los derechos de los inversores. En estas economías el ejercicio del control recae en mayor medida sobre los grandes accionistas, entre los cuales se cuentan los inversores institucionales por sus considerables participaciones en el capital de las empresas no financieras. En el ámbito académico, la literatura se ha esforzado por entender la influencia que ejercen dichos inversores sobre diversos aspectos de la empresa, si bien la mayor parte de esa investigación se ha centrado en su presencia en el accionariado de las mismas. Sin embargo, al papel que desempeñan en el consejo de administración, principal órgano de gobierno de las sociedades, se le ha dedicado mucha menos atención.

Con el presente trabajo tratamos de cubrir parcialmente esa laguna, analizando la presencia de inversores institucionales en el consejo de administración y su influencia sobre dos de aspectos de gobierno que han suscitado un mayor debate a raíz de la crisis financiera y que tradicionalmente se han considerado como mecanismos de control: la estructura de capital y la remuneración de los principales directivos y consejeros. Proponemos que el comportamiento de los inversores institucionales viene determinado por el tipo de relación que mantienen con la empresa en cuyo consejo se sientan. En concreto, los inversores que desarrollen relaciones comerciales con las empresas en las que participan (consejeros pasivos) estarán sometidos a una mayor presión y tendrán, por tanto, diferentes incentivos que aquellos cuya relación con la empresa se circunscribe a su participación accionarial y en el consejo (consejeros activos o resistentes a la presión).

Los resultados del análisis de las empresas españolas cotizadas en Bolsa entre 2004 y 2010 confirman la conveniencia de prestar una particular atención a la presencia de inversores institucionales en el consejo de administración. De hecho, a lo largo de este perio-



do se observa una presencia más frecuente de consejeros representantes de inversores institucionales a pesar de que la participación de este tipo de inversores se reduzca.

Nuestros resultados corroboran igualmente la dispar influencia de los distintos tipos de inversores institucionales sobre el gobierno de la empresa. Así, los denominados consejeros pasivos (representantes principalmente de entidades bancarias y compañías de seguros) muestran en conjunto una cierta preferencia por un menor endeudamiento, mientras que los consejeros institucionales activos (básicamente nombrados por fondos de inversión y de pensiones) no parece tener un efecto significativo sobre el mismo. Lo anterior sugiere que los consejeros institucionales pasivos tratan de evitar una excesiva asunción de riesgos o proporcionan una función disciplinaria alternativa a la de la deuda.

No obstante, cuando profundizamos en el papel de los consejeros institucionales pasivos, observamos que los consejeros que representan entidades bancarias y compañías de seguros muestran diferentes patrones. Los consejeros bancarios incrementan el endeudamiento de la empresa, lo que sugiere que son un vehículo de acceso a recursos críticos. Además, se advierte cierto grado de aversión al riesgo entre los consejeros bancarios, de manera que cuanto mayor es el porcentaje de propiedad que poseen, menor es el endeudamiento en general y bancario en particular. Este resultado es consistente con la existencia de un efecto sustitutivo entre el control a través del consejo de administración y a través de la propiedad de los internos.

Por lo tanto, los resultados apuntan a que los consejeros bancarios proporcionan asesoramiento experto y acceso a recursos financieros a las empresas en cuyo consejo participan, como sugiere la teoría de dependencia de recursos. No obstante, el efecto moderador de la propiedad de los consejeros sobre la estructura de capital señala que el papel de los bancos como aportantes de recursos viene condicionado por el porcentaje de propiedad de sus consejeros.

Asimismo, tanto el montante total como la composición de la estructura de retribución constituyen otro de los elementos de referencia en el estudio del gobierno corporativo. La retribución tiene un efecto directo sobre los incentivos de los directivos y la literatura tradicionalmente ha abordado esta cuestión desde una perspectiva de agencia, considerando en ese caso la retribución un mecanismo de alineación de intereses entre accionistas y directivos. Sin embargo, en los últimos años, como consecuencia de la actual crisis económica y financiera, la remuneración variable también ha sido considerada como un elemento que puede llegar a fomentar una excesiva asunción de ries-



gos por parte de los directivos, con las subsiguientes consecuencias negativas sobre la supervivencia de la empresa.

En general, en nuestro trabajo encontramos que la presencia de consejeros institucionales tiene un doble efecto sobre la remuneración: reduce la remuneración fija y, al mismo tiempo, la hace más dependiente de la eficiencia de la empresa. Sin embargo, el efecto no es homogéneo entre los consejeros institucionales pasivos y activos. Mientras que los primeros tienen un efecto positivo en la remuneración fija, los segundos influyen negativamente. Estos resultados, por tanto, confirman la disímil actitud que adoptan ambos tipos de inversores institucionales, asumiendo los consejeros activos una mayor función de control y disciplina. Asimismo, ambos tipos de consejeros tienen un efecto semejante sobre la remuneración fija cuando se incorpora la eficiencia de la empresa, incrementando esa remuneración cuando aumenta la rentabilidad de la empresa.

En cuanto al efecto sobre la composición de la remuneración, los resultados muestran que los consejeros institucionales, en general, incrementan tanto el componente fijo como el variable. No obstante, se observa de nuevo distinto comportamiento según la tipología de consejero. Así, se advierte que los consejeros institucionales pasivos ejercen en menor medida tareas de supervisión, estimulando la remuneración fija a la vez que influyen negativamente sobre el componente variable de la misma. Por su parte, los consejeros que representan a inversores institucionales activos reducen el componente fijo e incrementan el variable, tratando de alinear los intereses de los consejeros con los del conjunto del accionariado.

En conjunto nuestro trabajo consideramos que aporta contribuciones interesantes al debate acerca del grado adecuado de implicación de los inversores institucionales en el gobierno de las empresas no financieras. En primer lugar, al analizar el papel de los inversores institucionales es necesario tener en cuenta no sólo su participación en la propiedad, sino también su presencia en el consejo de administración. En segundo término, se observa que los inversores institucionales no forman un grupo homogéneo, sino que presentan distintos incentivos y grado de implicación en la empresa, lo que puede condicionar la función que desempeñan en el gobierno de las empresas. En tercer lugar, en un país en el que la banca tiene tanta importancia como España, no debe perderse de vista que los incentivos de las entidades bancarias y, por tanto, la función de los consejeros bancarios en el gobierno de las empresas no financieras depende, a su vez, de la participación del banco en la propiedad. Por último, desde el punto de vista teórico, se constata la utilidad de complementar las explicaciones basadas en la teoría de la agencia –que tradicionalmente ha dominado la investigación– con aportaciones de



otros enfoques como la teoría de la dependencia de recursos, la teoría *stewardship*, etc. Aunque la literatura reciente ha realizado considerables avances en estas direcciones, todavía es necesario profundizar en las causas y consecuencias de la implicación de los inversores institucionales en el gobierno de las empresas no financieras, especialmente en las economías orientadas hacia la banca.

APÉNDICE

TABLA 14. LISTA DE VARIABLES
Relación de variables utilizadas por orden alfabético

Denominación	Descripción
ACTIVO	Proporción de consejeros que representan a inversores institucionales activos
ACTIVO•PROP	Multiplicación de ACTIVO por PROP
ACTIVO•ROA	Multiplicación de ACTIVO por ROA
AGE	Edad de la empresa
ASMAT	Vencimiento de los activos
BANK	Proporción de consejeros que representan a bancos
BKLEV	Endeudamiento de procedencia bancaria
FIXCOMP	Proporción de remuneración fija del consejo sobre la remuneración total
INSTIT	Proporción de consejeros que representan a inversores institucionales
INSTIT•PROP	Multiplicación de INSTIT por PROP
INSTIT•ROA	Multiplicación de INSTIT por ROA
INSUR	Proporción de consejeros que representan a empresas de seguros
LEV	Ratio de endeudamiento
MTB	Oportunidades de crecimiento (valor de mercado sobre valor contable)
PASIVO	Proporción de consejeros que representan a inversores institucionales pasivos
PASIVO•PROP	Multiplicación de PASIVO por PROP
PASIVO•ROA	Multiplicación de PASIVO por ROA
PROP	Participación del consejo de administración en la propiedad de la empresa
RETRIB	Remuneración fija media de cada consejero
ROA	Rentabilidad económica
SENSIB	Variación de la remuneración del consejo sobre la variación de la rentabilidad económica (ROA).
SIZE	Tamaño (active total)
TANGIB	Activo material sobre active total
TAX	Ventajas fiscales de la deuda (impuestos sobre deuda con coste)
VARCOMP	Proporción de remuneración variable del consejo sobre la remuneración total



BIBLIOGRAFÍA

- ACEDO-RAMÍREZ, M.A., AYALA-CALVO, J.C. y RODRÍGUEZ-OSÉS, J.E. (2013): «Capital structure of small companies in the Spanish footwear sector: relevant factors». *SERIEs Forthcoming*.
- ADAM, T. y GOYAL, V.K. (2008): «The investment opportunity set and its proxy variables». *Journal of Financial Research* 31(1), 41-63.
- ADAMS, R.B. y FERREIRA, D. (2007): «A theory of friendly boards». *Journal of Finance* 62(1), 217-250.
- AGRAWAL, A. y MANDELKER, G.N. (1990): «Large shareholders and the monitoring of managers: the case of antitakeover charter amendments». *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25, 143-161.
- 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* 31(3), 377-397.
- AGRAWAL, A. y KNOEBER, C.R. (2001): «Do some outside directors play a political role?». *Journal of Law & Economics* 44, 179-198.
- ALMAZÁN, A., HARTZELL, J.C. y STARKS, L.T. (2005): «Active institutional shareholders and costs of monitoring: Evidence from executive compensation». *Financial Management* 34, 5-34.
- ALONSO-BORREGO, C. y ARELLANO, M. (1999): «Symmetrically normalized instrumental variable estimation using panel data». *Journal of Business & Economic Statistics* 17, 36-49.
- ANDERSON, R.C., MANSI, S.A. y REEB, D.M. (2004): «Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt». *Journal of Accounting and Economics* 37, 315-342.
- ANDREAS, J., RAPP, M. y WOLFF, M. (2012): «Determinants of director compensation in two-tier systems: evidence from German panel data». *Review of Managerial Science* 6(1), 33-79.
- ANTONIOU, A., GUNAY, Y. y PAUDYAL, K. (2008): «The determinants of capital structure: Capital market-oriented versus bank-oriented institutions». *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43(1), 59-92.
- ARELLANO, M. (2003): *Panel data econometrics* Oxford University Press. Oxford.



- ARELLANO, M. y BOND, S. (1991): «Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations». *Review of Economic Studies* 58(2), 277-297.
- ASHBAUGH-SKAIFE, H., COLLINS, D.W. y LAFOND, R. (2006): «The effects of corporate governance on firms' credit ratings». *Journal of Accounting and Economics* 42, 203-243.
- BANCEL, F. y MITTOO, U.R. (2004): «Cross-country determinants of capital structure choice: A survey of European firms». *Financial Management* 33(4), 103-132.
- BARROSO, C., VILLEGAS, M.M. y PÉREZ-CALERO, L. (2011): «Board influence on a firm's internationalization». *Corporate Governance: An International Review* 19(4), 351-367.
- BARROSO, C., DOMÍNGUEZ, M., VECINO GRAVEL, J. y VILLEGAS, M.M. (2009): «Does the Team Leverage the Boards Decisions?». *Corporate Governance: An International Review* 17(6), 744-761.
- BAYSINGER, B. y BUTLER, H.H. (1985): «Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition». *Journal of Law, Economics, and Organization* 1, 101-124.
- BELSLEY, D.A., KUH, E. y ROY, E. (2004): *Regression Diagnostics. Identifying Influential Data and Sources of Collinearity*. Wiley. New York.
- BENNETT, J.A., SIAS, R.W. y STARKS, L.T. (2003): «Greener pastures and the impact of dynamic institutional preferences». *Review of Financial Studies* 16, 1203-1238.
- BHAGAT, S. y BLACK, B.S. (2001): «The non-correlation between board independence and long-term firm performance». *Journal of Corporation Law* 27, 231-274.
- BHATTACHARYA, P.S. y GRAHAM, M. (2007): *Institutional ownership and firm performance: Evidence from Finland?* School of Accounting, Economics and Finance. Faculty of Business and Law. Deaking University Working paper.
- BHOJRAJ, S. y SENGUPTA, P. (2003): «Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors». *Journal of Business* 76(3), 455-475.
- BLUNDELL, R. y BOND, S. (1998): «Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models». *Journal of Econometrics* 87, 115-143.
- BONA-SÁNCHEZ, C., PÉREZ-ALEMÁN, J. y SANTANA-MARTÍN, D.J. (2011): «Ultimate Ownership and Earnings Conservatism». *European Accounting Review* 20(1), 57-80.



- BOND, S. (2002): «Dynamic panel data models: A guide to micro data methods and practice». (Ed.) The Institute for fiscal Studies. Working Paper 9/02,
- BOOTH, J.R. y DELI, D.N. (1999): «On executives of financial institutions as outside directors». *Journal of Corporate Finance* 5, 227-250.
- BOROKHOVICH, K.A., BRUNARSKI, K., HARMAN, Y.S. y PARRINO, R. (2006): «Variation in the monitoring incentives of outside stockholders». *Journal of Law and Economics* 49, 651–680.
- BOUBAKRI, N., GUEDHAMI, O., MISHRA, M. y SAFFAR, W. (2012): «Political connections and the cost of equity capital». *Journal of Corporate Finance* 18, 541-559.
- BOYD, B.K., FRANCO SANTOS, M. y SHEN, W. (2012): «International Developments in Executive Compensation». *Corporate Governance: An International Review* 20(6), 511-518.
- BOZEC, Y. y BOZEC, R. (2007): «Ownership Concentration and Corporate Governance Practices: Substitution or Expropriation Effects?». *Canadian Journal of Administrative Sciences* 24(3), 182-195.
- BRICKLEY, J.A., LEASE, R.C. y SMITH, C.W. (1988): «Ownership structure and voting on antitakeover amendments». *Journal of Financial Economics* 20, 267–291.
- BUSHEE, B.J. (1998): «The influence of institutional investors on myopic R&D investment behaviour». *The Accounting Review* 73, 305-333.
- BYRD, D.T. y MIZRUCHI, M. (2005): «Bankers on the board and the debt ratio of firms». *Journal of Corporate Finance* 11, 129-173.
- CASTALDI, R. y WORTMAN, M.S.J. (1984): «Boards of Directors in Small Corporations: An Untapped Resource». *American Journal of Small Business* 9, 1-10.
- CLAESSENS, S., DJANKOV, S. y LANG, L.H.P. (2000): «The separation of ownership and control in East Asian corporations». *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
- CNMV (2006): *Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*. Madrid.
- COLES, J.L., DANIEL, N.D. y NAVEEN, L. (2008): «Boards: does one size fit all?». *Journal of Financial Economics* 87, 329-356.
- COOPER, M.J., GULEN, H. y OVTCHINNIKOV, A.V. (2010): «Corporate political contributions and stock returns». *Journal of Finance* 65, 687-724.



- CORNETT, M.M., J., M.A., SAUNDERS, A. y TEHRANIAN, H. (2007): «The impact of institutional ownership on corporate operating performance». *Journal of Banking & Finance* 31, 1771-1794.
- CRESPI, R. y GISPERT, C. (2003): «Total Board Compensation, Governance and Performance of Spanish Listed Companies». *Labour* 17(1), 103-126.
- CUERVO GARCÍA, A., FERNÁNDEZ, A.I. y GÓMEZ, S. (2002): «Mecanismos externos de control de la empresa: el papel de los bancos y el mercado de control en entornos de baja protección del inversor». *Ekonomiaz* 50, 54-73.
- CUEVAS-RODRÍGUEZ, G., GOMEZ-MEJIA, L. y WISEMAN, R. (2012): «Has agency theory run its course? Making the theory more flexible to inform the management of reward systems». *Corporate Governance: An International Review* 20, 526-546.
- CHANEY, P.K., FACCIO, M. y PARSLEY, D.C. (2010): «The quality of accounting information in politically connected firms». *Journal of Accounting and Economics* 51(1-2), 58-76.
- CHEN, J.P., LI, Z., SU, X. y SUN, Z. (2011): «Rent-seeking incentives, corporate political connections, and the control structure of private firms: Chinese evidence». *Journal of Corporate Finance* 17, 229-243.
- CHEN, K., ELDER, R. y HSIEH, Y. (2007): «Corporate governance and earnings management: The implications of corporate governance best practice principles for Taiwanese listed companies». *Journal of Contemporary Accounting and Economics* 3(2), 73-105.
- DAVID, P., KOCHHAR, R. y LEVITAS, E. (1998): «The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation». *Academy of Management Journal* 41(2), 200-208.
- DAVIS, J.H., SCHOORMAN, F.D. y DONALDSON, L. (1997): «Toward a stewardship theory of management». *Academy of Management Review* 22(1), 20-47.
- DEMSETZ, H. y VILLALONGA, B. (2001): «Ownership structure and corporate performance». *Journal of Corporate Finance* 7(3), 209-233.
- DEWAELEHEYN, N. y VAN HULLE, C. (2010): «Internal Capital Markets and Capital Structure: Bank Versus Internal Debt». *European Financial Management* 16(3), 345-373.
- DIAMOND, D.W. (1991): «Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt». *Journal of Political Economy* 99(4), 689-721.



- DITTMANN, I., MAUG, E. y SCHNEIDER, C. (2010): «Bankers on the Boards of German Firms: What They Do, What They are Worth, and Why They are (Still) There». *Review of Finance* 14(1), 35-71.
- DONG, M. y OZKAN, A. (2008): «Institutional investors and director pay: An empirical study of UK companies». *Journal of Multinational Financial Management* 18(1), 16-29.
- ELYASIANI, E. y JIA, J. (2010): «Distribution of institutional ownership and corporate firm performance». *Journal of Banking & Finance* 34, 606-620.
- ELYASIANI, E., JINGYI JIAN, J. y MAO, C. (2010): «Institutional ownership stability and the cost of debt». *Journal of Financial Markets* 13, 475-500.
- ERKENS, D., HUNG, M. y MATOS, P. (2012): «Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide». *Journal of Corporate Finance* 18(2), 389–411.
- ERTUGRUL, M. y HEGDE, S. (2008): «Board compensation practices and agency costs of debt». *Journal of Corporate Finance* 14(5), 512-531.
- EUCGF (2009): *European Corporate Governance Forum Statement on Executive Remuneration* Comisión Europea. Bruselas.
- FACCIO, M. y LANG, L.H.P. (2002): «The ultimate ownership of Western European corporations». *Journal of Financial Economics* 65, 365-395.
- FACCIO, M., MASULIS, R.W. y MCCONNELL, J.J. (2006): «Political connections and corporate bailouts». *Journal of Finance* 61, 2597-2635.
- FAMA, E.F. (1985): «What's different about banks?». *Journal of Monetary Economics* 15, 29-39.
- FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. (1983): «The separation of ownership and control». *Journal of Law & Economics* 26, 301-325.
- FERNÁNDEZ, C. y ARRONDO, R. (2005): «Alternative Internal Controls as Substitutes of the Board of Directors». *Corporate Governance: An International Review* 13, 856-866.
- FERNÁNDEZ, C., ARRONDO GARCÍA, R. y FERNÁNDEZ, E. (2011): «Corporate governance and executive pay in the Spanish market». *Spanish Review of Financial Economics* 9(2), 55-68.
- FERREIRA, M.A. y MATOS, P. (2008): «The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world». *Journal of Financial Economics* 88, 499-533.



- FIELDS, L.P., FRASER, R. y SUBRAHMANYAM, A. (2012): «Board quality and the cost of debt capital: The case of bank loans». *Journal of Banking and Finance* 36(5), 1536-1547.
- FLANNERY, M.J. y RANGAN, K.P. (2006): «Partial adjustment toward target capital structures». *Journal of Financial Economics* 79(3), 469-506.
- FRANK, M.Z. y GOYAL, V.K. (2009): «Capital structure decisions: Which factors are reliably important?». *Financial Management* 48, 1-37.
- FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS (2009): *Observatorio de Gobierno Corporativo 2008*. Papeles de la Fundación, 29.
- FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS (2010): *Observatorio de Gobierno Corporativo 2009*. Papeles de la Fundación, 32.
- FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS (2011): *Observatorio de Gobierno Corporativo 2010*. Papeles de la Fundación, 40.
- GABRIELSSON, J. y HUSE, M. (2005): ««Outside» directors in SME boards: A call for theoretical reflections». *Corporate Board: Role, Duties & Composition* 1(1), 28-37.
- GILLAN, S.L. y STARKS, L.T. (2003): «Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors, a global perspective». *Journal of Applied Corporate Finance* 13, 4-22.
- GOERGEN, M. y RENNEBOOG, L. (2011): «Managerial compensation». *Journal of Corporate Finance* 17(4), 1068-1077.
- GONZÁLEZ, V.M. y GONZÁLEZ, F. (2011): «Firm size and capital structure: evidence using dynamic panel data». *Applied Economics* 44(36), 4745-4754.
- GRAHAM, J. y HARVEY, C. (2001): «The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field». *Journal of Financial Economics* 60, 187-243.
- GROSSMAN, S. y HART, O.D. (1983): «An analysis of the principal agent problem». *Econometrica* 51(1), 7-45.
- GÜNER, A.B., MALMENDIER, U. y TATE, G. (2008): «The Impact of Boards with Financial Expertise on Corporate Policies». *Journal of Financial Economics* 88, 323-354.
- HADLOCK, C.J. y JAMES, C.M. (2002): «Do banks provide financial slack?». *Journal of Finance* 57(3), 1383-1419.
- HALL, B.J. y LIEBMAN, J.B. (1998): «Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?». *The Quarterly Journal of Economics* 113(3), 653-691.



- HAQUE, F., ARUN, T.G. y KIRKPATRICK, C. (2009): «Corporate governance and capital structure in developing countries: a case study of Bangladesh». *Applied Economics* 43(6), 673-681.
- HARRIS, M. y RAVIV, A. (1988): «Corporate control contest and capital structure». *Journal of Financial Economics* 20, 55-86.
- HARTZELL, J. y STARKS, L.T. (2003): «Institutional investors and executive compensation». *Journal of Finance* 58, 2351-2374.
- HEIDRICK y STRUGGLES (2011): *Challenging board performance. European Report on corporate governance*. Heidrick & Struggles.
- HERMALIN, B.E. y WEISBACH, M.S. (1998): «Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO». *American Economic Review* 88(1), 96-118.
- HERMALIN, B.E. y WEISBACH, M.S. (2003): «Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature». *Economic Policy Review* Apr), 7-26.
- HILLMAN, A., NICHOLSON, G.J. y SHROPSHIRE, C. (2008): «Directors' multiple identities, identifications and board monitoring and resource provision». *Organization Science* 19, 441-456.
- HOSHI, T., KASHYAP, A. y SCHARFSTEIN, D. (1990): «The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan». *Journal of Financial Economics* 27(1), 67-88.
- HOSKISSON, R.E., HITT, M.A., JOHNSON, R.A. y GROSSMAN, W. (2002): «Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies». *Academy of Management Journal* 45(4), 697-716.
- HOVAKIMIAN, A. y LI, G. (2011): «In search of conclusive evidence: How to test for adjustment to target capital structure». *Journal of Corporate Finance* 17(1), 33-44.
- HOVAKIMIAN, A., HOVAKIMIAN, G. y TEHRANIAN, H. (2004): «Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues». *Journal of Financial Economics* 71, 517-540.
- JAMES, C. y SMITH, D.C. (2000): «Are banks still special? New evidence on their role in the corporate capital-raising process». *Journal of Applied Corporate Finance* 13(1), 52-63.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. (1976): «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure». *Journal of Financial Economics* 3(4), 305-360.



- JENSEN, M.C. y WARNER, J.B. (1988): «The distribution of power among corporate managers, shareholders, and directors». *Journal of Financial Economics* 20(1-2), 3-24.
- JENSEN, M.C. y MURPHY, K.J. (1990): «Performance Pay and Top-Management Incentives». *Journal of Political Economy* 98(2), 225-64.
- JOHNSON, J., DAILY, C.M. y ELLSTRAND, A.E. (1996): «Board of directors: a review and research agenda». *Journal of Management and Governance* 22(3), 409-438.
- JOHNSON, S., LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. (2000): «Tunneling». *American Economic Review* 90(2), 22-27.
- JOHNSON, S.A. (1997): «An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure». *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32(1), 47-69.
- KANG, J.-K., SHIVDASANI, A. y YAMADA, T. (2000): «The effect of bank relations on investment decisions: An investigation of Japanese takeover bids». *Journal of Finance* 55(5), 2197-2218.
- KAYO, E.K. y KIMURA, H. (2011): «HIERARCHICAL DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE». *Journal of Banking & Finance* 35, 358-371.
- KHWAJA, A.I. y MIAN, A. (2005): «Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market». *Quarterly Journal of Economics* 120, 1371-1411.
- KNAPP, J.R., DALZIEL, T. y LEWIS, M., W. (2011): «Governing top managers: Board control, social categorization, and their unintended influence on discretionary behaviors». *Corporate Governance: An International Review* 19(4), 295-310.
- KOCHHAR, R. y DAVID, P. (1996): «Institutional investors and firm innovation: A test of competing hypotheses». *Strategic Management Journal* 17(1), 73-84.
- KOH, P. (2007): «Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters». *Journal of Accounting and Public and Policy* 26, 267-299.
- KROSZNER, R.S. y STRAHAN, P.E. (2001): «Bankers on boards: Monitoring, conflicts of interest, and lender liability». *Journal of Financial Economics* 62(3), 415-452.
- KUTNER, M.H., NETER, J., NACHTSHEIM, C.J. y LI, W. (2005): *Applied Linear Statistical Models*. McGraw Hill. New York.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A. (1999): «Corporate Ownership Around the World». *Journal of Finance* 54(2), 471-517.



- LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1997): «Legal determinants of external finance». *The Journal of Finance* 52(3), 1131-1150.
- LEARY, M.T. (2009): «Bank loan supply, lender choice, and corporate capital structure». *Journal of Finance* 64(3), 1143-1185.
- LEMMON, M.L., ROBERTS, M.R. y ZENDER, J.F. (2008): «Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure». *Journal of Finance* 63(4), 1575-1608.
- LÓPEZ GRACIA, J. y SOGORB MIRA, F. (2008): «Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs». *Small Business Economics* 31(2), 117-136.
- LUMMER, S.L. y MCCONNELL, J. (1989): «Further evidence on the bank lending process and the capital-market response to bank loan agreements». *Journal of Financial Economics* 25, 99-122.
- MAASSEN, G.F. (2002): *An International Comparison of Corporate Governance Models. A Study on the Formal Independence and Convergence of One-Tier and Two-Tier Corporate Boards of Directors in the United States of America, the United Kingdom and the Netherlands*. Spencer Stuart Executive Search. Amsterdam.
- MANCONI, A., MASSA, M. y YASUDA, A. (2012): «The role of institutional investors in propagating the crisis of 2007–2008». *Journal of Financial Economics* 104(3), 491-518.
- MAUG, E. (1998): «Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control?». *Journal of Finance* 53(1), 65-98.
- MCNULTY, T. y PETTIGREW, A. (1999): «Strategists on the board». *Organization Studies* 20, 40-74.
- MORCK, R. y WOLFENZON, D. (2004): «Family control and the rent-seeking society». *Entrepreneurship Theory & Practice* 28, 391-409.
- MORCK, R., NAKAMURA, M. y SHIVDASANI, A. (2000): «Banks, ownership structure, and firm value in Japan». *Journal of Business* 73(4), 539-567.
- MORCK, R., WOLFENZON, D. y YEUNG, B. (2005): «Corporate governance, economic entrenchment, and growth». *Journal of Economic Literature* 43, 655-720.
- MYERS, S. y MAJLUF, N. (1984): «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have». *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.



- MYERS, S.C. (1984): «The capital structure puzzle». *Journal of Finance* 39(3), 575-592.
- PFEFFER, J. (1972): «Size and composition of corporate boards of directors: the organization and its environment». *Administrative Science Quarterly* 17, 218-228.
- PFEFFER, J. (1973): «Size, composition, and function of hospital boards of directors: A study of organization-environment linkage». *Administrative Science Quarterly* 18, 349-364.
- PIOT, C. y MISSONIER-PIERA, F. (2007): *Corporate Governance, Audit Quality and the Cost of Debt Financing of French Listed Companies*. SSRN Working Paper Series.
- POUND, J. (1988): «Proxy contest and the efficiency of shareholder oversight». *Journal of Financial Economics* 20, 237-265.
- PSILLAKI, M. y DASKALAKIS, N. (2009): «Are the determinants of capital structure country or firm specific». *Small Business Economics* 33(3), 319-333.
- PUGLIESE, A., BEZEMER, P.J., ZATTONI, A., HUSE, M., VAN DEN BOSCH, F.A.J. y VOLBERDA, H.W. (2009): «Boards of directors' contribution to strategy: a literature review and research agenda». *Corporate Governance: An International Review* 17(3), 292-306.
- RAJAN, R.G. (1992): «Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt». *Journal of Finance* 47(4), 1367-400.
- RAMALINGEGOWDA, S. y YU, Y. (2012): «Institutional ownership and conservatism». *Journal of Accounting and Economics* 53, 98-114.
- RAMÍREZ, C.D. (1995): «Did J.P. Morgan's men add liquidity? Corporate investment, cash flow, and financial structure at the turn of the twentieth century». *Journal of Finance* 50(2), 661-678.
- RINDOVA, V. (1999): «What corporate boards have to do with strategy: A cognitive perspective». *Journal of Management Studies* 36, 953-975.
- ROBERTS, G.S. y YUAN, L.E. (2006): «Does institutional ownership affect the cost of bank borrowing?». *Journal of Economics and Business* 62, 604-626.
- ROBERTS, J., McNULTY, T. y STILES, P. (2005): «Beyond agency conceptions of the work of the non-executive director: Creating accountability in the boardroom». *British Journal of Management* 16, 5-26.
- ROSENSTEIN, S. y WYATT, J.G. (1997): «Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth». *Journal of Financial Economics* 44, 229-250.



- RUIZ MALLORQUÍ, M.V. y SANTANA MARTÍN, D.J. (2009): «Ultimate institutional owner and takeover defenses in the controlling versus minority shareholders context». *Corporate Governance: An International Review* 17, 238-254.
- RUIZ MALLORQUÍ, M.V. y SANTANA MARTÍN, D.J. (2011): «Dominant institutional owners and firm value». *Journal of Banking & Finance* 35, 118-129.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1986): «Large Shareholders and Corporate Control». *Journal of Political Economy* 94(3), 461-88.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1997): «A survey of corporate governance». *Journal of Finance* 52(2), 737-782.
- SOGORB MIRA, F. (2005): «How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence From A 1994–1998 Spanish Data Panel». *Small Business Economics* 25(5), 447-457.
- STEARNS, L.B. y MIZRUCHI, M.S. (1993): «Board composition and corporate financing: the impact of financial institution representation on borrowing». *Academy of Management Journal* 36(3), 603-618.
- VALLELADO, E. y SAONA, P. (2011): «An integrated model of capital structure to study the differences in the speed of adjustment to target corporate debt maturity among developed countries». *International Journal of Banking, Accounting and Finance* 3(4), 258-293.
- VAN EES, H., GABRIELSSON, J. y HUSE, M. (2009): «Toward a behavioral theory of boards and corporate governance». *Corporate Governance: An International Review* 17(3), 307-319.
- VILLALONGA, B. y AMIT, R. (2006): «How do family ownership, control, and management affect firm value?». *Journal of Financial Economics* 80(2), 385-417.
- YOSHA, O. (1995): «Information disclosure costs and the choice of financing source». *Journal of Financial Intermediation* 4, 3-20.
- ZOIDO, M.E. (1998): «Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas». *Investigaciones Económicas* 22, 427-467.

