

PAPEL DE LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES EN LA REDUCCIÓN DE LOS CONFLICTOS DE AGENCIA.

M^a Dolores Álvarez Pérez
Carmen Castro Casal
Universidad de Santiago de Compostela

El trabajo analiza la concentración de propiedad y naturaleza del accionista mayoritario de 110 empresas cotizadas españolas, con el objeto de detectar posibles conflictos de agencia. Los resultados constatan que: 1) existe una elevada concentración de propiedad, lo que posibilita un conflicto de intereses entre accionistas mayoritarios y minoritarios, debido a que los primeros pueden utilizar su posición para obtener beneficios a costa de los minoritarios, y 2) el accionista mayoritario, en la mayor parte de los casos, se encuadra en grupos como: individuos, empresas y bancos, que, presumiblemente, pueden mantener una relación comercial con la empresa. Consecuentemente, el control sobre la gestión, inherente a la concentración de la propiedad existente, puede reducirse.

La introducción de consejeros independientes en el Consejo, al permitir: a) la protección de los intereses del capital flotante, frente a los posibles abusos de los accionista mayoritarios, b) una mayor supervisión de la gestión, y c) dotar a la dirección estratégica de mayor creatividad, redundará en un incremento de la creación de valor.

This paper analyses ownership concentration and the nature of major shareholder from 110 listed Spanish companies, in order to identify posible agency problems. Its results confirms that: 1) there is high ownership concentration, this fact creates interest conflicts between major and minor shareholders, since major owners can make use of their position to gain a greater benefit by dint of minor owner, and 2) major shareholder is frequently clasified in groups like, individuals, firms and financial institutions, which can presumably mantain a commercial relationship with the company. Consequently, management monitoring ownership concentration can be reduced.

The introduction of independence directors into the Board will bring up an increasing on added value, since it implies: a) to preserve the capital on minors owners' hand from potential abuses of major owners, b) a greater management monitoring, and c) to endow strategic management of a greater creativity.

PALABRAS CLAVE: consejero independiente, agencia, gobierno corporativo, consejo de administración.

KEY WORDS: independent directors, agency, corporate governance, board.

1.- INTRODUCCIÓN.

La sociedad anónima es una de las grandes innovaciones del siglo XIX. Su creación supuso la división entre propiedad y gobierno, aspecto que conlleva importantes beneficios, pero también algunos inconvenientes.

Entre las ventajas cabe destacar: a) la eliminación de los límites a la obtención de capital, b) la posibilidad de que las personas más capacitadas, con independencia de sus recursos, sean las que dirijan la sociedad, c) la diversificación del riesgo, lo que permite llegar a cabo proyectos costosos de resultado incierto, d) la dilución del capital en pequeñas porciones, permitiendo a los ahorradores participar en actividades empresariales de gran trascendencia, y d) la realización de inversiones a más largo plazo.

No obstante, como contrapartida a estas ventajas se encuentran los costes de agencia originados por los problemas que se plantean entre: accionistas y directivos, por un lado, y accionistas de control y minoritarios, por otro. La posible presencia de conflictos de agencia obliga a diseñar mecanismos de control. La puesta en práctica de estos mecanismos, así como las pérdidas generadas por los comportamientos oportunistas suponen costes para la empresa. De ahí que el principal objetivo del gobierno empresarial sea minimizar esta clase de costes para evitar que la separación entre propiedad y gobierno, asociada a las sociedades anónimas, dé lugar a sociedades ineficientes.

2.- CONFLICTOS DE AGENCIA.

La presencia de un accionista con participación significativa en el capital de la empresa, que se compromete a mantener sus acciones como inversor "paciente" y a "largo plazo", juega un papel activo en la supervisión de la dirección (Sheleifer y Vishney, 1986).

El conflicto de intereses entre accionistas y directivos es típico de empresas cuya propiedad se encuentra muy dispersa y no existe ningún accionista con una participación superior al 5% del capital (caso frecuente en los países anglosajones). En este caso, los accionistas carecen de control sobre los consejeros que supuestamente han nombrado para vigilar la gestión. Esta situación puede ser aprovechada por la alta dirección para ganar poder dentro del Consejo, pudiendo darse, incluso, la posibilidad de que los Consejos pasen de controladores a meros peones de la alta dirección (Lorsch y Maciver, 1989). Entonces, cuando no existen accionistas significativos, los directivos disponen de una mayor libertad para satisfacer sus intereses personales a expensas, incluso, de los accionistas.

Los resultados de las investigaciones revelan diferencias entre los comportamientos de las empresas "controladas por directivos" y las "controladas por propietarios"⁹. Concretamente, en las primeras, respecto a las segundas:

- Se siguen, con más frecuencia, estrategias de expansión, que justifican retribuciones más elevadas de la alta dirección, pese a no repercutir favorablemente en el rendimiento global de la empresa (Kroll, Simmons, y Wrigh, 1990).
- Se llevan a cabo más adquisiciones de tipo conglomerado con el único objeto de diversificar el riesgo de los directivos (Amihud y Lev, 1981).
- La probabilidad de que un directivo sea despedido por su bajo rendimiento es menor (Salancik y Pfeffer, 1980).
- La relación entre retribución del Primer Ejecutivo y tamaño es mayor que entre retribución y rendimiento (Gomez Mejia, Tosi y Hinkin, 1987).
- El control del proceso de retribución de la alta dirección y el nivel de riesgo de su paquete de retribución es menor (Tosi y Gomez Mejia, 1989).

La capacidad para ejercer el control por parte de los accionistas deriva de los derechos reconocidos por la Ley. En nuestro país, entre los derechos reconocidos por la Ley de Sociedades Anónimas destacamos los siguientes:

- a) La elección de miembros del Consejo (art. 137).
- b) La asistencia y votación en la Junta (art. 48.2). Este derecho otorga al accionista la posibilidad de expresar su disconformidad con la gestión.
- c) La impugnación de los acuerdos sociales (art. 48.2 y ar. 143).
- d) El derecho a información (art. 112).

Además, cuanto mayor sea la concentración de la propiedad más incentivos suele haber para ejercer el control, ya que existirá mayor correlación entre las ganancias personales y las de la empresa. De forma contraria, en empresas en las que no existe ningún accionista que tenga una participación al menos del 5%, cualquier accionista tendrá pocos incentivos para controlar, pues tendrá que soportar todos los costes de control para beneficiarse sólo de una parte muy pequeña (según los títulos poseídos). Demsetz (1983), Shleifer y Vishney (1986) sostienen que la presencia de un accionista con una participación en el capital elevada reduce el problema de "free-rider". De igual modo, el resultado de la investigación de Brickley, Lease y Smith (1988) revela que en las empresas en las que existen inversores con participaciones elevadas se produce una mayor oposición a la propuestas que dañan los intereses de los accionistas.

Además de este conflicto entre accionistas y directivos, los accionistas mayoritarios puede utilizar su posición para favorecer sus intereses a costa de los minoritarios.

⁹ Las empresas "controladas por directivos" son las empresas en las que no existe ningún accionista con una participación igual o superior al 5%. Por el contrario, empresas "controladas por propietarios" son aquellas en las que, al menos, existe un accionista con una participación igual o superior al 5%.

Pese a los derechos de los accionistas reconocidos por la Ley de Sociedades Anónimas, antes comentados, la realidad nos muestra que la Junta de Accionistas de las grandes sociedades es un mero trámite obligado, donde la mayor parte de los accionistas ordinarios se desentiende de las tareas de la Junta. Entre las razones del fracaso de las Juntas Generales, San Sebastián (1996) destaca:

- a) El elevado absentismo de los accionistas minoritarios provocado, entre otras cosas, por la limitación estatutaria del derecho de asistencia¹⁰, el coste de asistencia superior al rendimiento obtenido, y la conciencia de voto no decisivo.
- b) La falta de información, que impide a los minoritarios hacer propuestas.
- c) La falta de operatividad de los Tribunales de Justicia, manifestada en la lentitud de los procesos judiciales y en sus elevados costes.

El absentismo del accionariado en las Juntas permite que un accionista poseedor de un porcentaje pequeño de acciones, gracias a la delegación de voto, concurra a las Juntas con la mayoría de votos. De este modo, el Consejo de Administración deja de ser el órgano de representación de todos los accionistas. La minoría organizada es la que al apropiarse del poder, se sienta en el Consejo y gobierna con el asentimiento de la mayoría que ratifica sus decisiones. Es frecuente que el capital representado por todos los miembros del Consejo de Administración sea muy inferior al 50% del total, con lo cual una buena parte de los intereses no están representados en el Consejo.

Dado que el interés de los accionistas de control y el de los accionistas minoritarios puede diferir, el primer grupo puede influir en las decisiones de la empresa y en el comportamiento de los directivos para obtener beneficios privados a costa de los segundos (Barclays, Hoderness y Pontiff, 1993).

Incluso la capacidad de control de la gestión inherente a la concentración de la propiedad puede verse reducida cuando el accionista de control mantiene una relación comercial con la empresa. Presumiblemente, la alta dirección puede sacar ventaja de tal relación, penalizándola si el accionista se opone a sus preferencias (Heard y Sherman, 1987). Por tanto, la estructura de propiedad y el tipo de accionariado constituyen fuentes de poder que pueden tanto apoyar como oponerse a la dirección (Salancik y Pfeffer, 1980).

Los estudios empíricos existentes sobre la influencia de la naturaleza del accionariado en la supervisión de la alta dirección, y en su efecto sobre la riqueza de los accionistas son todavía reducidos. No obstante, el reciente trabajo de David, Kochhar y Levitas (1998), centrado en analizar el efecto de la naturaleza del inversor institucional sobre la retribución del Primer Ejecutivo, muestra los siguientes resultados:

1. La presencia de inversores institucionales que mantienen con la empresa una relación exclusivamente de inversor (fondos de inversión/pensión) reduce el nivel de retribución del CEO e incrementa el porcentaje de incentivos a largo plazo.
2. La presencia de inversores institucionales que mantienen una relación comercial con la empresa (bancos, compañía de seguros), aunque no tiene ninguna influencia significativa en el mix de retribución, incrementa el nivel de retribución.
3. La presencia de accionistas no institucionales (familias y otras empresas) que poseen más del 5% del capital de la empresa y que no mantienen ninguna relación comercial con la empresa reduce el nivel de retribución y el porcentaje de incentivos a largo plazo.¹¹

En resumen, la presencia de un accionista de control no puede considerarse como sinónimo de buen control, ya que ésta puede utilizar su poder tanto para apoyar como para oponerse a la dirección (Heard y Sherman, 1987). Se hace necesario estudiar la naturaleza del accionista de control y el tipo

¹⁰ Es frecuente que en los Estatutos de las distintas sociedades figure la exigencia de poseer un número mínimo de acciones para poder asistir a la Junta General, siempre por debajo del límite máximo del uno por mil del capital social establecido por el art. 105.1 de la LSA.

¹¹ El trabajo encuentra efectos opuestos en la influencia de los accionistas significativos no institucionales y los inversores institucionales que no mantienen relación comercial con la empresa sobre los incentivos a largo plazo. La razón, según los autores, es que, mientras que los primeros pueden utilizar más el "monitoring" que la retribución para alinear los intereses de los directivos con los de los accionistas, los segundos tienen más dificultades para realizarlo, debido a que participan en muchas empresas, y pueden preferir emplear la retribución para alinear los intereses de los directivos con los de los accionistas.

de relación mantenida con la empresa para determinar si es probable que defienda los intereses de los accionistas o coopte con las preferencias directivas para asegurar/mejorar la relación comercial.

3.- EL GOBIERNO DE LAS EMPRESAS.

En estos últimos años hemos sido testigos de crisis empresariales protagonizadas por actuaciones ineficientes o fraudulentas de sus ejecutivos e, incluso, algunos nos hemos sentido indignados y perplejos al observar la reacción de algunos consejeros que, ante tales hechos, han tratado de evadir su responsabilidad afirmando no conocer las actuaciones de los gestores. La realidad nos muestra que, pese a la mayor capacidad de control, el funcionamiento de algunos Consejos españoles ha sido deficiente. Las críticas se centran en el silencio y la pasividad, la gran opacidad, la falta de información e incentivos, la presencia de consejeros en múltiples Consejos, el tamaño y la concentración de poderes en el Presidente; aspectos que han potenciado la concentración, excesiva, de poder en el equipo directivo (Jensen, 1995, De Urquijo y Crespo, 1998).

La presencia cada vez más acusada de estos conflictos y la debilidad de los mecanismos de control para subsanarlos han propiciado que, durante los últimos años, el tema del gobierno corporativo haya adquirido gran relevancia. Muestra de ello son los informes emitidos en todos los países industrializados para mejorar el gobierno de las sociedades (ver cuadro 1).

<p>PERÍODO DE INICIACIÓN:1978-1989:</p> <p>INFORME FCPA (USA-77) INFORME FSL (USA-78) INFORME SEC (USA-80) INFORME NYSE (USA-88) INFORME MCDONALD(CANADA-88) INFORME TREADWAY (USA-89) INFORME BOLSA HONG KONG (1989)</p>	<p>PERÍODO DE DESARROLLO:1995-1996:</p> <p>INFORME BOCH (AUSTRALIA-95) INFORME AIMA (AUSTRALIA -95) INFORME VIENOT (FRANCIA-95) COMISIÓN LEVY-LANG(FRANCIA-95) INFORME GREENBURY (R.UNIDO-95) INFORME ERNST YOUNG (R.UNIDO-95) INFORME KIRBY (CANADA-96) INFORME PIAC (CANADA-96) INFORME TIAA-CREF (USA-96) INFORME CÍRCULO DE EMPRESARIOS (ESPAÑA, 1996) INFORME NACD (USA-96) INFORME MARINI (FRANCIA-96) INFORME ASE (HOLLANDA-96) ESTUDIO EGON ZEHNDER (R. UNIDO-96)</p>
<p>PERÍODO CONSTITUYENTE:1990-1994:</p> <p>INFORME IAIM (IRLANDA-91) INFORME ALI (USA-92) INFORME CADBURY (R. UNIDO-92) INFORME CADBURY (R. UNIDO-94) INFORME DEY (CANADA-94) INFORME KING (SUDAFRICA-94)</p>	<p>PERIODO ACTUAL O DE MADUREZ: 1997-1998:</p> <p>INFORME PETERS (HOLLANDA-97) INFORME KEIDANREN (JAPON-97) INFORME INTERIM (JAPON-97) INFORME KIRGUIZISTAN (97) INFORME CONFEDERACIÓN INDUSTRIAL (INDIA-97) INFORME BRASIL (1997) INFORME OCDE (1998) INFORME HAMPPEL (REINO UNIDO-98) INFORME OLIVENCIA (ESPAÑA-98) INFORME FBC (BÉLGICA-98) INFORME CARDON (BÉLGICA-98) INFORME CALPERS (USA-98)</p>

Cuadro 1- Evolución Internacional de los* Informes y Códigos principales del gobierno societario (Bueno,1998)

Estados Unidos y el Reino Unido son los países pioneros. El interés por mejorar el gobierno de las sociedades surgió, en gran medida, por el activismo de los inversores institucionales a raíz de la incapacidad de las OPAs para mejorar la gestión empresarial. Tradicionalmente, el inversor institucional, pese a ser el tipo de accionista más relevante dentro de la estructura de propiedad, no intervenía de forma activa en el control de la gestión. Su manifestación con el descontento se realizaba mediante la venta de acciones. La venta de un elevado porcentaje de capital tiende a provocar drásticas disminuciones en el precio de las acciones (Graaves y Waddock, 1990), aumentando, así, la probabilidad de una adquisición hostil, y, por tanto, el poder de disciplinar a los directivos. Sin embargo, la adopción de medidas de blindaje contra las OPAs ha hecho que el mercado de control pierda su eficacia. Además, en la medida que el volumen de las inversiones de los inversores institucionales va incrementándose, la posibilidad de vender rápidamente sin obtener pérdidas disminuye, es decir, cuando distintas instituciones actúan al unísono, existe la posibilidad de que alguna no pueda vender todas las acciones sin perder una parte del capital en la transacción.

A raíz de estos problemas se emiten distintos informes para mejorar el gobierno de las sociedades. Los dos más relevantes son: a) el Informe ALI: "Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations" (EE.UU) elaborado, en 1992, por el American Law Institute, entidad que reúne a la mayor parte de los juristas del país, y b) el Informe Cadbury: "Code on the Financial Aspect on Corporate Governance" (R.U.), elaborado en 1991 a sugerencia de la Bolsa de Londres. En dichos informes se recomienda a los inversores institucionales que cambien su actitud de inversores "pasivos" a inversores "activos" en lo que se refiere al control de la gestión. En estos momentos, los inversores parecen haber acatado dichas recomendaciones, interesándose, cada vez más por la gestión, participando activamente en las Juntas, uniendo sus votos, para presionar a los equipos directivos a que sigan estrategias consistentes con la maximización del rendimiento a largo plazo.

En España, el Comité de Gestión Empresarial y Productividad emitió dos informes, publicados bajo los títulos: a) "Reflexiones sobre la Reforma de los Consejos de Administración" (3.10.95) y b) "Una Propuesta de Normas para un Mejor Funcionamiento de los Consejos de Administración" (12.11.96). Recientemente, a instancia del Gobierno, se creó el Comité Olivencia que ha publicado el informe Olivencia (1998), titulado "Gobierno de las Sociedades en España". Según el profesor Bueno, "el documento presenta una serie de recomendaciones para los Consejos de Administración y los consejeros, con el fin de que se produzca una reflexión en el seno de aquéllos para incorporar las mejores prácticas existentes tanto a nivel internacional, como, ahora, a nivel nacional" (Bueno, 1998, pp.6). Dentro de estas prácticas se encuentra la incorporación de consejeros independientes.

4.- CONSEJEROS INDEPENDIENTES.

El informe Olivencia (1998) distingue tres tipos de consejeros: a) ejecutivos, que integran el grupo directivo, b) dominicales, representantes de paquetes accionariales importantes, y c) independientes, figura destinada a representar al capital flotante.

Ser independiente, según el informe Olivencia (1998, apto 2.1) y el informe Cadbury (1992, apto 4.12), significa, además de tener la experiencia, la competencia y el prestigio profesional necesarios para poder desarrollar sus funciones; no tener vínculos significativos de dependencia ni con el equipo que gestiona la empresa ni con los núcleos accionariales de control. No han faltado críticas respecto a la independencia de este tipo de consejeros. Se ha dicho que puede faltarles motivación para el ejercicio del cargo o, incluso, en algunos casos se han albergado dudas sobre la posibilidad de ser verdaderamente independientes de quienes los nombran. La comisión Olivencia es consciente de que el proceso de incorporación debe ser realizado con prudencia. "De un lado, no puede hacerse de espaldas a la estructura de la propiedad altamente concentrada. De otro, ha de verificarse de manera gradual, evitando alteraciones bruscas en la composición de los órganos de gobierno de nuestras sociedades cotizadas y al compás del propio desarrollo de lo que ha dado en llamarse el mercado de los independientes". Para que la independencia no sea una mera "etiqueta", las sociedades tendrán que arbitrar garantías necesarias para asegurar que el proceso de selección se realice adecuadamente y que los candidatos elegidos se adapten al perfil del puesto. Respecto al proceso de selección de consejeros independientes, el informe Olivencia (1998) en su apartado 5.2 establece algunas pautas que el Comité de nombramientos y, en general, el Consejo de Administración deben tener en cuenta:

- a) Con el objeto de incrementar el pluralismo, se recomienda que la selección de los consejeros independientes no se haga exclusivamente entre personas con experiencia en el sector; es deseable que en el perfil de consejero independiente puedan tener cabida personas procedentes de otras industrias. Con ello, al mismo tiempo que se logra enriquecer las aportaciones realizadas en el Consejo, se reduce el problema de las consejerías cruzadas.
- b) Para cuidar el proceso de nombramiento, se recomienda que el proceso de selección se realice de manera que se realce la independencia y las cualidades del consejero¹². Se ha de evitar en todo caso la dependencia o el agradecimiento derivado de la presentación de su candidatura por el Presidente o por cualquiera de los accionistas mayoritarios. La responsabilidad última de asegurar la independencia recaerá sobre la Comisión de Nombramientos y sobre el propio Consejo.
- c) Ni la duración del mandato ni la retribución deben socavar la independencia del consejero. La comisión es consciente de que la limitación del mandato del consejero independiente tiene el inconveniente de la pérdida de experiencia sobre la empresa y el sector, acumulada durante el tiempo; ahora bien, la larga permanencia en el Consejo, al posibilitar el desarrollo de vínculos, puede socavar su independencia. Por ello, el informe sugiere la posibilidad de establecer pautas de rotación interna por las distintas comisiones. En cuanto a la retribución establece que no debe potenciar el riesgo de disminuir la independencia y/o su capacidad crítica.

5.- INVESTIGACIÓN EMPÍRICA DE LA CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD Y LA NATURALEZA DEL ACCIONISTA MAYORITARIO EN LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS.

Con el objeto de identificar los posibles conflictos de agencia hemos realizado un análisis de la concentración de la propiedad y la naturaleza del accionista mayoritario en 110 empresas cotizadas españolas, durante el año 1998.

Los resultados obtenidos, mostrados en las tablas 1 y 2, son los siguientes:

1. En el 49.1% de las empresas analizadas, el mayor accionista posee una participación superior al 30%, y en el 61.8% de los casos, el accionista mayoritario posee más del 20% del capital. Sólo en el 4.5% de las empresas no existe ningún accionista con una participación igual o superior al 5% (Tabla 1).
2. En el 51.8% de los casos, la participación de los tres mayores accionistas supera el 40% del capital, mientras que en el 77.3 % de las empresas la participación de los mismos sobrepasa el 20% (Tabla 1).
3. La naturaleza del accionista mayoritario más frecuente se clasifica en los siguientes grupos: a) individuos/familias (27%); b) empresas nacionales y bancos (21% respectivamente), y c) empresas internacionales (16%). Destaca la escasa presencia de los fondos de inversión/pensión (Tabla 2).

Estos resultados revelan que los conflictos de agencia más probables pueden proceder de la discrepancia de intereses entre accionistas mayoritarios y minoritarios. Los primeros pueden utilizar su posición para satisfacer sus objetivos, incluso, a expensas de los segundos.

La capacidad de control, inherente a la elevada concentración de la propiedad, posibilita la reducción de conflictos entre accionistas y directivos. No obstante, al observar que el accionista mayoritario se encuadra en grupos que, presumiblemente, mantienen (o pueden mantener) una relación comercial con la empresa; cabe pensar si a éstos, y/o sus representantes en el Consejo, les puede resultar más ventajoso cooptar con la dirección que controlarla.

La figura del consejero independiente es una pieza básica para afrontar los conflictos de agencia y potenciar la creación de valor. Por un lado, su presencia en los Consejos de empresas con accionariado disperso redundará en un mayor control de la gestión. Por otro, en las empresas con accionistas de control, los consejeros independientes protegerán los intereses del capital flotante,

¹² No se consideran independientes, los antiguos ejecutivos de la empresa, los familiares inmediatos de un alto directivo o de quien haya ejercido ese cargo en los últimos años, las personas que directa o indirectamente (a través de sociedades en las participen de manera significativa o en las que ejerzan funciones ejecutivas) tengan o hayan tenido recientemente relaciones comerciales o profesionales con la sociedad. (Informe Olivencia, 1998, aptdo 5.2).

frente a los posibles abusos de los mayoritarios; lo que, a su vez, fortalecerá la confianza de los inversores potenciales.

	Participación del accionista mayoritario (en %) ¹³		Participación de los tres mayores accionistas (en %) ¹⁴	
	%	%acum	%	%acum
90-100%	5.5	5.5	6.4	6.4
80-90%	2.7	8.2	4.5	10.9
70-80%	4.5	12.7	9.1	20.0
60-70%	5.5	18.2	10.0	30.0
50-60%	13.6	31.8	12.7	42.7
40-50%	6.4	38.2	9.1	51.8
30-40%	10.9	49.1	10	61.8
20-30%	12.7	61.8	15.5	77.3
10-20%	14.5	76.3	9.1	86.4
5-10%	19.2	95.5	9.1	95.5
< 5%	4.5	100.0	4.5	100.0

Tabla 1: Concentración de propiedad.

Fuente: Elaboración propia según datos de la CNMV. Muestra de 110 empresas del mercado continuo (1998).

Naturaleza del accionista mayoritario.	%	% acum.
Individuo o grupo familiar	27.0	27.0
Empresa nacional	21.7	48.7
Bancos	21.4	70.1
Empresa internacional	16.4	86.5
Mercado de capitales ¹⁵	4.5	91.0
Cñia de seguros	4.5	95.5
Fondo inversión/pensión	3.6	99.1
Estado	0.9	100.0

Tabla 2. Naturaleza del accionista mayoritario.

Fuente: Elaboración propia según datos de la CNMV. Muestra de 110 empresas del mercado continuo (1998).

¹³ Los datos recogen participación total (directa e indirecta).

¹⁴ Por falta de información, los datos únicamente recogen la participación directa.

¹⁵ Todos los accionistas poseen menos del 5% del capital.

6.- CONCLUSIONES.

El resultado del análisis sobre la concentración de la propiedad y naturaleza del accionista mayoritario realizado en 110 empresas cotizadas españolas, durante el año 1998, nos ha permitido identificar los protagonistas de los conflictos de agencia. Posiblemente el conflicto entre accionistas mayoritarios y minoritarios sea mayor que entre propiedad y dirección, dada la concentración de la propiedad existente. Sin embargo, al contemplar la posibilidad de que el accionista mayoritario mantenga una relación comercial, habría que valorar si al accionista de control le resulta más rentable apoyar u oponerse a las preferencias de la dirección.

Una forma de proteger los intereses del capital flotante, frente a los posibles abusos de los accionistas mayoritarios y de la dirección y, a la vez, fortalecer la confianza de los inversores potenciales es el nombramiento de consejeros independientes.

7.- BIBLIOGRAFÍA.

- Amihud, Y. y Lev, B. (1981). Risk reduction as a management motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economics*, vol. 12, pp. 605-617.
- Barclay, M. J.; Holderness, C. G. y Pontiff, J. (1993). Private benefits from block ownership and discounts on closed-end fund. *Journal of Financial Economics*, vol 33, nº 3, pp. 263-291.
- Bueno, E. (1998). *El Gobierno de las Sociedades*. Instituto Universitario Euroforum.
- Cook, K. S. (1977). Exchange and power in networks of interorganizational relations. *Sociological Quarterly*, vol. 18, nº 1, pp. 62-82.
- 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*, vol. 41, nº 2 pp. 200-208.
- 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*, vol. 41, nº 2 pp. 200-208.
- De Urquijo, J. L y Crespo, A. (1998). *El Consejo de Administración*. Editorial Deusto.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firms. *Journal of Law and Economic*, vol.26, nº 2, pp. 375-390.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firms. *Journal of Law and Economic*, vol.26, nº 2, pp. 375-390.
- Gómez- Mejia, L. R., Tosi, H., y Hinkin, T. (1987). Managerial control, performance, and executive compensation. *Academy of Management Journal*, vol. 30, pp. 51-70.
- Graves, S. B. y Waddock, S. A. (1990). Institutional ownership and control: Implications for long-term corporate strategy. *Academy of Management Executive*, vol. 4, nº 1, pp. 75-83.
- Heard, J. E. y Sherman, H. D. (1987). *Conflicts of interest in the proxy voting system*. Washington, DC: Investor Responsibility Research Center.
- Informe ALI (1992). *Principles of corporate governance: analysis and recommendations*. Elaborado por el American Law Institute .
- Informe Cadbury (1992). *Code on the financial aspect of corporate governance*.
- Informe Círculo de Empresarios (1995). *Reflexiones sobre la Reforma de los Consejos de Administración*. Elaborado por el Comité de Gestión Empresarial y Productividad.
- Informe Círculo de Empresarios (1996). *Una propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los Consejos de Administración* Elaborado por el Comité de Gestión Empresarial y Productividad.
- Informe Olivencia (1998). *Gobierno de las Sociedades*. Elaborado por la Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades.
- Jensen, M. C. (1995). Éxito y fracaso de los sistemas de control interno. *Harvard Deusto Business Review*, nº 66, pp. 68-85.
- Kroll, M., Simmons, S. A., y Wright, P. (1990). Determinants of chief executive officer compensation following major acquisitions. *Journal of Business Research*, vol. 20 pp. 349-366.
- Lorsch, J. W. y Maciver, E. (1989). *Pawns or potentates: The reality of America's corporate boards*. Boston: Harvard Business School Press.

- Salancik, G. R. y Pfeffer, J. (1980). Effects of ownership and performance on executive tenure in U.S corporations. *Academy of Management Journal*, vol. 23, pp. 653-664.
- San Sebastián Flechoso, F. (1996). *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas y su Control*. Centro de Documentación Bancaria y Bursátil.
- Sheleifer, A. y Vishny, R. W. (1986). Large shareholder and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, vol. 94, nº 3, pp. 461-488.
- Tosi, H. y Gomez- Mejia, L. R. (1989). The decoupling of CEO pay and performance: An agency theory perspective. *Administrative Science Quartely*, vol. 34, nº 2, pp. 169-190.

