

LA RELACIÓN ENTRE LA RENTABILIDAD Y LA PRESENCIA DE CONSEJEROS COMPARTIDOS. UN ANÁLISIS DESDE LA TEORÍA DE RECURSOS Y CAPACIDADES.

Natalia Ortiz Martínez de Mandojana. nortiz@ugr.es. Universidad de Granada.

Juan Alberto Aragón Correa. jaragon@ugr.es. Universidad de Granada.

Samuel Gómez Haro. samugh@ugr.es. Universidad de Granada.

RESUMEN

El tema del gobierno corporativo, y el estudio del consejo de administración, ha recibido una atención creciente tanto en los desarrollos de gestión como en la literatura de investigación. Esta tendencia ha quedado especialmente manifiesta en la proliferación de códigos de buen gobierno corporativo en muchos países en los cuales se presenta al consejo de administración como un órgano vital para asegurar un gobierno responsable de las empresas. Por su parte la literatura de gobierno corporativo ha prestado una atención preferente al análisis, desde una perspectiva de agencia, de la forma en que los consejeros pueden desarrollar un control más eficaz sobre la labor de los gestores de la empresa.

Este trabajo plantea una contribución a la literatura previa analizando si la presencia de consejeros que están simultáneamente en consejos de varias organizaciones puede aportar capacidades a las organizaciones que conlleven una mejora de sus resultados financieros. Mientras que las implicaciones de las características y control de los consejeros de la organización han recibido una atención amplia en la literatura previa, el análisis de la influencia de la existencia de consejeros compartidos entre varias empresas ha recibido una atención limitada. Sin embargo la realidad empresarial ha incrementado exponencialmente el número y la importancia de estas figuras compartidas debido sobre todo al progresivo reforzamiento de las redes de participación entre grupos empresariales.

El planteamiento teórico del trabajo se basa en una visión del consejo desde la perspectiva de los recursos y capacidades, línea teórica cuyo uso en el estudio del gobierno corporativo se ha ido incrementando en los últimos años pero que sigue estando poco desarrollada, pese a la influencia creciente de esta perspectiva en la literatura y los llamamientos para analizar los temas de gobierno desde esta perspectiva. Una visión del consejo desde esta perspectiva plantea la posibilidad de que los consejeros no sólo sean valiosos por su control de la labor directiva sino que sean en sí recursos para la empresa, más o menos valiosos en virtud de su propia competencia, conocimiento o experiencia. En este sentido, los consejeros compartidos podrían contar con una habilidad superior para, 1) incrementar la capacidad de la organización para procesar mayor volumen y variedad de información, 2) ayudar en la generación de alternativas estratégicas innovadoras y 3) aportar capacidades complementarias para tomar la mejor decisión dadas las alternativas y la información disponible.

Para contrastar nuestro estudio se ha usado una muestra de 93 empresas eléctricas de Estados Unidos de las que se han obtenido datos para el año 2004. En este sector se han establecido recientemente por la Comisión Federal Reguladora de la Energía en Estados Unidos (FERC) nuevas reglas específicas en torno a los consejeros compartidos, mostrando la importancia que este fenómeno está adquiriendo en este específico sector.

Los resultados obtenidos muestran una relación negativa entre la presencia de consejeros compartidos y la rentabilidad de la empresa. El artículo discute las implicaciones que estos resultados pueden tener para futuras investigaciones, gestores y entes reguladores.

PALABRAS CLAVE

Recursos y capacidades, rentabilidad financiera, consejeros compartidos.

THE RELATIONSHIP BETWEEN THE PROFITABILITY AND THE PRESENCE OF DIRECTOR INTERLOCKS. AN ANALYSIS FROM THE THEORY OF RESOURCES AND CAPABILITIES.

ABSTRACT

The topic of corporate governance and the study of boards of directors have received increasing attention in management and in research literature. This bias has particularly evident in the proliferation of good corporate governance codes in many countries. In these codes boards are presented as a vital organ to ensure responsible corporate governance. Meanwhile, the corporate governance literature has provided a focus for analysis, from an agency perspective, the manner in which directors can develop a more effective control over the work of managers of the company.

This paper presents a contribution to the previous literature analyzing whether the presence of directors who are simultaneously on several boards of organizations can provide capabilities to organizations that involve improving their financial results. While the implications of the characteristics and control of the directors of the organization have received wide attention in the literature, the analysis of the influence of the existence of director interlocks between several businesses has received limited attention. However real business has increased exponentially the number and importance of these figures due to the progressive strengthening of networks of participation between groups.

The paper is based on a vision of boards from the resources and capabilities perspective, a theoretical line whose weight in the study of corporate governance has been increasing in recent years, but that continues to be under-developed despite the growing influence of this perspective in the literature and calls to analyze the issues of corporate governance from this perspective. A vision of the board from this perspective supports the argument that directors are not only valuable due to their control over managers but that they are also resources for the company, more or less valuable for their own competence, knowledge or experience. In this regard, director interlocks can 1) assist in the identification of possible alternative decisions, 2) increase the ability of organizations to collect information on alternatives and 3) help to make the best decisions with alternatives and information available.

To test our study we used a sample of 93 U.S. electric companies from which data was obtained for 2004. In this sector new rules on director interlocks have been recently established by the Federal Energy Regulatory U.S. (FERC), showing the importance that this phenomena is receiving in this particular sector. The results show a negative relationship between the presence of director interlocks and corporate profitability. The paper discusses the implications of these findings for future research, managers and government.

KEYWORDS

Resources and capabilities, profitability, director interlocks.

1. INTRODUCCIÓN

La explosión de la importancia de los temas de gobierno corporativo es patente en los últimos años. Los escándalos corporativos de principios de siglo y la necesidad de proteger los intereses de los accionistas minoritarios, por ejemplo, pueden citarse como algunas de las razones que han motivado la proliferación de códigos de buen gobierno corporativo en muchos países (Johnson, Scholes, & Whittington, 2007). Estos códigos presentan al consejo de administración como un órgano vital para asegurar las buenas prácticas de gobierno en las empresas (sea el caso, en España, de los Códigos Olivencia, Aldama y el reciente Código Unificado). Es por ello que el estudio de este órgano se ha convertido en una cuestión especialmente relevante en los últimos años.

Sin embargo, hasta el momento, la mayor parte de la literatura sobre consejos de administración se ha centrado en estudiar variables como el número de consejeros o el mayor o menor ratio consejeros internos y externos de una organización y observan su repercusión en relación, entre otras cuestiones, con la rentabilidad financiera (Dalton, Daily, Ellstrand & Johnson 1998; Dalton, Daily, Johnson & Ellstrand 1999). Aunque el estudio de estas variables puede resultar interesante, ya que inciden en la eficiencia en el funcionamiento del consejo, desde el punto de vista de encontrar una ventaja competitiva sostenible para la empresa resulta especialmente llamativo estudiar no tanto este tipo de medidas estructurales, sino más bien detenernos en las características de estos consejeros y en su posible aportación a la empresa (Pugliese & Wenstøp, 2007; Rindova, 1999).

Algunos consejeros, por su situación o características específicas, poseen un gran potencial como recursos valiosos y difíciles de imitar por los competidores y/o pueden actuar como catalizadores de cambios en los planteamientos de la empresa basados en la información y experiencia que poseen (Carpenter & Westphal 2001). Las medidas estructurales, en cambio, como el número de componentes, son más fáciles de replicar (Pugliese & Wenstøp, 2007)

En concreto, una situación en la que los consejeros poseen una especial condición es aquella en la que un individuo simultáneamente es miembro del consejo en varias compañías. La relación personal de los miembros del consejo de administración con otros actores es fuente de información, una importante oportunidad para aprender y potencialmente incrementa el horizonte cognitivo de los mismos (Carpenter & Westphal, 2001; Ruijgrok, Peck, & Keller, 2006) convirtiéndolos en recursos valiosos. Estas interrelaciones van a tener un fuerte impacto en el trabajo del consejo y en la dirección estratégica de las empresas.

Este trabajo quiere ayudar a entender mejor la relación existente entre consejos de administración y los resultados de la empresa. Nuestro objetivo es estudiar la presencia de consejeros que pertenecen simultáneamente a consejos de otras organizaciones (consejeros compartidos) puede ayudar a la empresa a tener mejores resultados. Para ello vamos a analizar el efecto de los consejeros compartidos en un sector concreto: la industria eléctrica norteamericana.

La contribución de este trabajo se basa en tres aspectos. Primero, nuestro trabajo propone que los consejeros compartidos y las redes de consejos de administración (interlocking directorates) derivadas de los mismos, pueden jugar un papel fundamental proporcionando recursos y capacidades que ayuden a la buena marcha de la organización.

Segundo, el trabajo responde a las llamadas de la literatura (ej. Golden & Zajac 2001) para analizar mejor cómo afectan los consejeros en el desarrollo de la organización. Aporta, además, una visión amplia de los consejeros

pues no se limita a considerarlos meros enlaces con el entorno sino que se valora su función como recurso. Así se apoya una línea teórica cuyo peso ha ido incrementando en los últimos años (Rindova, 1999; Zahra & Filatotchev, 2004) pero que sigue siendo minoritaria y poco desarrollada. Además, nuestro trabajo propone rasgos específicos que pueden influir en el potencial del consejo para aportar capacidades valiosas. El capital humano presente en el consejo de administración puede ser una gran fuente de ventaja competitiva, conocer los rasgos específicos del mismo que son influyentes puede promover su uso.

Tercero, los escándalos de Enron y WorldCom a principios de los 2000 y la importante crisis financiera de finales de la década han hecho patente la necesidad de que los consejos de administración participen más activamente e influyan con más claridad en la dirección estratégica de su organización (Huse, 2005; Pugliese & Wenstøp, 2007). Nuestro trabajo analiza rasgos específicos que por su importancia podrían ser útiles en el desarrollo de los códigos de buen gobierno o incluso en regulaciones de “policy-makers”. La comprensión de cómo los consejeros compartidos influyen en el comportamiento de la empresa puede ayudar a los “practitioners”, consultores y a los propios consejeros a tener unas ideas más realistas sobre las posibilidades de las empresas.

La estructura del trabajo será como sigue. Primero, haremos una revisión de la literatura sobre lo que hasta ahora se ha estudiado en materia de gobierno corporativo. Segundo, plantearemos, a través de una hipótesis, cómo la presencia de consejeros compartidos puede ayudar en desempeño de la empresa. Contrastaremos nuestros planteamientos analizando el efecto de los consejeros compartidos en el sector eléctrico norteamericano. Finalmente, extraeremos conclusiones útiles para explotar todas las posibilidades de este recurso. Sobre la base de estos planteamientos proponemos futuras líneas de investigación.

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA

Las implicaciones del buen gobierno y en concreto del consejo de administración en el desempeño de la empresa han despertado frecuentemente el interés de la literatura. Las variables relacionadas con este órgano que han sido habitualmente estudiadas pueden agruparse en cuatro categorías generales (Johnson, Scholes, & Whittington, 2007) *composición*, que implica estudiar atributos como el tamaño de los consejos (Zahra & Pearce, 1989) o los ratios de consejeros externos sobre internos (Dalton, Daily, Johnson, & Ellstrand, 1999; Golden & Zajac, 2001; Goodstein, Gautam, & Boeker, 1994); *características*, que engloba, entre otras, el estudio de la independencia (Baysinger & Hoskisson, 1990; Dalton, Daily, Ellstrand, & Johnson, 1998; Judge & Zeithaml, 1992), la experiencia o conocimiento específico de los consejeros (Dalton, Daily, Ellstrand, & Johnson, 1998), su reputación (Hillman, Cannella, & Paetzold, 2000; Kroll, Walters, & Wright, 2008; Westphal & Fredrickson, 2001) o su presencia en otros consejos (Zajac & Westphal, 1996); *estructura*, que hace referencia a cuestiones como la organización del trabajo o la creación de comités dentro del consejo, y finalmente atributos de *proceso* que incluiría el estudio de variables relacionadas con la toma de decisiones y estilo -número de reuniones o su duración- en el consejo (Carpenter & Westphal, 2001; Davis, 1991; Haunschild, 1993; Haunschild & Beckman, 1998; Palmer, Jennings, & Zhou, 1993).

El consejo de administración desempeña, principalmente, tres roles en la empresa: control, estratégico y servicios o institucional (Huse, 2005; Pugliese & Wenstøp, 2007). Así, por un lado, el consejo ha de controlar la labor del equipo directivo para asegurar que éstos efectivamente sirvan a los intereses de los accionistas (Ruigrok, Peck, & Keller, 2006; Zahra & Pearce, 1989). En segundo lugar, se le ha atribuido un papel

estratégico debiendo aconsejar y asesorar a los directivos para la toma de decisiones de este tipo (Fama & Jensen, 1983). Finalmente, se ha destacado su papel institucional, sirviendo de enlace entre la organización y su entorno (Forbes & Milliken, 1999; Ruigrok, Peck, & Keller, 2006; Zahra & Pearce, 1989).

La literatura ha usado, además, diversos enfoques para afrontar estos temas. Aunque la teoría de la agencia (Fama & Jensen 1983) ha sido quizás el más usado, las limitaciones de este enfoque para integrar las implicaciones del gobierno corporativo en las decisiones estratégicas de la empresa (Rindova 1999) han aumentado el desarrollo de trabajos usando enfoques alternativos como la dependencia de recursos o la teoría de recursos y capacidades.

Desde la perspectiva de la dependencia de recursos, los consejos de administración son, fundamentalmente, un mecanismo para gestionar las dependencias externas y reducir la incertidumbre (Hillman & Dalziel, 2003; Westphal, 1999). La teoría de los recursos y capacidades (Barney 1991; (Hillman, Cannella, & Paetzold, 2000; Pfeffer, 1972), en cambio, nos ofrece en este campo un acercamiento más centrado en el interior de la empresa que la dependencia de recursos (Grant, 1991). Una visión del consejo desde esta perspectiva nos diría que los consejeros no sólo aportan recursos a través de sus enlaces con el entorno sino que son en sí recursos para la empresa, más o menos valiosos en virtud de su propia competencia, conocimiento o experiencia (Barney, 1991). Así, los miembros del consejo pueden ser evaluados basándose en su contribución para la creación de una ventaja competitiva sostenible a través de sus cualidades personales y profesionales que pueden llevar a unos mejores resultados en el terreno estratégico (Huse, 2005; Pugliese & Wenstøp, 2007). Además, este tipo de características, como el conocimiento de los consejeros, su diversidad o su presencia en otros consejos, son muy difíciles de imitar por los competidores (Huse, 2005; Pugliese & Wenstøp, 2007) frente a otros atributos relacionados con la composición, como el tamaño de los consejos, más fácilmente imitables, y por tanto menos potentes a la hora de crear una ventaja competitiva sostenible.

Esta misma lógica se ha defendido en recientes trabajos apoyándose en la perspectiva del conocimiento (Pugliese & Wenstøp, 2007). Desde este enfoque, los consejeros pueden verse como expertos quienes usan su experiencia en la solución de problemas estratégicos adquirida en sus ocupaciones anteriores y dan conocimiento para poder buscar, interpretar y elegir (Rindova, 1999; Zahra & Filatotchev, 2004).

En entornos complejos y de cambios rápidos se hace aun más vital disponer de conocimientos, experiencia e información cualificada (Rindova, 1999). En estos contextos, el éxito de la organización a menudo depende de que los altos directivos puedan identificar nuevas alternativas estratégicas que adecuen a la empresa a su entorno, de manera que ésta consiga una estrategia actual eficaz y también pueda reconocer cuándo debe cambiar (Zahra & Filatotchev, 2004). La presencia de consejeros compartidos, esto es, que se sientan en otros consejos por ser a su vez consejeros de otras empresas, puede ser fundamental para lograrlo. Primero, los consejeros compartidos son agentes muy informados en tiempo real sobre los cambios estratégicos que se producen en el sector o en otras empresas (Carpenter & Westphal, 2001). Segundo, la relación personal de los miembros del consejo de administración con otros actores puede ser una fuente de información e inspiración para aprender y potencialmente incrementar el horizonte cognitivo de los mismos (Haunschild & Beckman, 1998). Así, los consejos de administración pueden jugar un importante papel en la rápida búsqueda de conocimiento diverso sobre prácticas y políticas alternativas (Carpenter & Westphal, 2001; Ruigrok, Peck, & Keller, 2006) y además pueden aprender sobre la eficacia de las diferentes prácticas y como implementarlas adecuadamente observando

las consecuencias de las decisiones directivas (Carpenter & Westphal, 2001; Davis, 1991; Palmer, Jennings & Zhou, 1993). Tercero, este aprendizaje es particularmente intenso porque los consejeros no sólo observan este proceso, sino que participan activamente dando asesoramiento a los directivos y son testigos de las consecuencias de esas decisiones (Haunschild, 1993). Esta experiencia individual de aprendizaje puede conseguir la expansión de la capacidad de absorción de la empresa (Carpenter & Westphal, 2001), capacidad que va a tener un importante papel en el aprendizaje organizacional (Zahra & Filatotchev, 2004).

La literatura ya ha mostrado la influencia de la existencia de consejeros compartidos sobre algunos aspectos específicos del comportamiento corporativo. Por ejemplo, se ha estudiado la tendencia a la imitación basada en la información que proveen consejeros compartidos respecto a la estrategia de fusiones y adquisiciones (Zahra & George, 2002), respecto a la adopción de estructuras multidivisionales (Haunschild, 1993) o respecto a la adopción de sistemas de calidad total (Palmer, Jennings & Zhou, 1993). Por tanto, como conclusión, los consejeros compartidos pueden poseer una serie de capacidades que ayuden a la empresa a crear una ventaja competitiva. Además, a través del conocimiento de los consejeros las empresas pueden desarrollar nuevas capacidades (Young, Charns & Shortell, 2001) lo cual puede ayudar a desarrollar nuevas estrategias.

Sin embargo, también han existido argumentos críticos en esta materia. La literatura sobre gobierno corporativo ha señalado el peligro de asumir un coste adicional asociado a los consejeros compartidos por las posibles sanciones derivadas de la violación de las leyes de defensa de la competencia (Zahra & Filatotchev, 2004) o que los consejeros que tienen afiliación con empresas proveedoras, clientes o bancos pueden no ser lo suficientemente independientes y tener conflictos de intereses (Bazerman & Schoorman, 1983) que perjudiquen a una o varias de las compañías implicadas.

Las redes de consejeros pueden encontrarse con mayor o menor intensidad en cualquier país. En EEUU, donde se centra este estudio, se da con bastante intensidad, y ha dado lugar a actuaciones preventivas de las autoridades. En relación con el sector eléctrico, estos esfuerzos se han ido haciendo patentes en los últimos años.

La comisión federal reguladora de la energía en EEUU (FERC) ha tomado recientemente medidas en torno a los consejeros compartidos, estableciendo nuevas reglas (section 305 of the FPA) cuya violación puede conllevar la imposición de sanciones tanto civiles como penales.

Así, por un lado, requiere una autorización previa por parte de la FERC para que una persona pueda ser director o ejecutivo simultáneamente en más de una compañía eléctrica u ocupar tal posición en una de estas y en otros ciertos tipos de entidades entre las que se incluyen bancos o empresas de suministros eléctricos. Junto a ello, ha establecido la obligatoriedad de cumplimentar un informe anual de posiciones de “interlocking” (Form No. 561) para una serie de supuestos de consejeros compartidos. Con ello, la Comisión, busca proteger los intereses tanto públicos como privados, previniendo situaciones de abuso corporativas que podrían derivarse de la existencia de miembros en los consejos de administración de las compañías eléctricas con fuertes conflictos de intereses.

Sin embargo, estas limitaciones a la existencia de consejeros compartidos, se centran primordialmente a dar publicidad a estas situaciones más que a prohibirlas. Parten de un posible perjuicio que puede ser causado a la sociedad dando una visión negativa de la existencia de consejeros compartidos.

Este trabajo puede dar luz sobre alguna de las implicaciones que pueden tener estos consejeros compartidos pues junto con los posibles perjuicios que pueden derivarse de situaciones de conflictos de intereses y que tratan de evitarse a través de la publicidad pueden derivarse algunos beneficios de gestión.

Si tales beneficios existen tiene sentido que se establezca una regulación basada simplemente en la publicidad para evitar situaciones de conflicto de interés dejando libertad a las propias entidades para que decidan sus consejeros sin limitaciones basadas en la simultaneidad de consejeros en distintas empresas. Asimismo justificaría ante los potenciales accionistas el uso de tales prácticas.

3. HIPÓTESIS

Los consejeros compartidos pueden 1) ayudar en la identificación de posibles alternativas de decisión, 2) incrementar la habilidad de la organización de coleccionar información sobre alternativas, 3) ayudar a tomar la mejor decisión dadas las alternativas y la información disponible (Ruigrok, Peck & Keller, 2006). Debe quedar claro, además, que cuando hablamos de los beneficios de la información nos referimos a aquellos relacionados con la acumulación de conocimiento y derivados de consejeros informados (Schoorman, Bazerman & Atkin, 1981) y no de aquellos beneficios derivados del acceso a información privada (como precios, información secreta, actividades de colusión) cuyo uso podría suponer la violación de los deberes de lealtad de los consejeros.

La existencia de un consejo con un elevado número de consejeros compartidos es una fuente interna que nos procura acceso a información sobre actividades específicas que no requiere costes adicionales (Haunschild & Beckman 1998). Algunos trabajos han mostrado que aquellas empresas que presentan mayores carencias en recursos y capacidades acuden más a fuentes externas de información, como consultores, que son más costosas (Schoorman, Bazerman, & Atkin, 1981). Por tanto, los consejeros compartidos pueden ser una fuente barata de información que ayude a la adopción de este tipo de estrategias.

La información que proviene de consejeros compartidos es además creíble, pues se relaciona con pautas en las que el consejero tiene una experiencia directa (Haunschild & Beckman 1998) y digna de confianza, ya que estos consejeros probablemente no están motivados por sus propios intereses (la presencia de consejeros en varios consejos se limita por la legislación cuando estamos ante empresas competidoras) y es el rol fiduciario de los mismos seguramente el que los motive para dar información que pueda ser útil a la compañía a cuyo consejo pertenecen (Darnall & Edwards, 2006). Finalmente, se trata de una información más reciente que la obtenida a través de fuentes secundarias lo que aumenta su utilidad (Bazerman & Schoorman, 1983; Haunschild & Beckman, 1998; Schoorman, Bazerman, & Atkin, 1981).

Si aunamos todas las características que posee la información que nos pueden aportar los consejeros relacionados es fácil deducir que las empresas tienen muchos incentivos para usar esta fuente de información disponible (Carpenter & Westphal, 2001), configurándose estos consejeros como activos valiosos para la compañía.

De esta manera, los consejeros compartidos pueden favorecer la capacidad de absorción de conocimiento de la empresa. La capacidad de absorción se puede definir como la habilidad de identificar nueva información de carácter valioso, asimilarla y usarla para fines comerciales (Haunschild & Beckman, 1998). Los consejeros compartidos no sólo cuentan con información valiosa, sino que también poseen más facilidad para interpretarla correctamente y ayudar a que la misma sea útil a la empresa.

Zahra y George (2002) desarrollan con más profundidad este concepto identificando dos componentes: la capacidad de absorción potencial, que incluiría a su vez la capacidad de adquirir conocimiento y asimilarlo, y la capacidad de absorción realizada, que recoge la capacidad de transformación y aplicación del mismo. Los miembros de consejos de administración compartidos pueden ayudar en la capacidad potencial de absorción de los consejos pues estas redes les dotan de conocimiento sobre prácticas y políticas alternativas (Cohen & Levinthal, 1990) y además pueden aprender sobre la eficacia de las diferentes prácticas (Carpenter & Westphal, 2001; Davis, 1991; Palmer, Jennings, & Zhou, 1993) favoreciendo la asimilación.

Dada la importancia que tiene la información cabe esperar que la empresa tenga mejores resultados cuando disponga de mecanismos que le acerquen a variedad de enfoques estratégicos como son la presencia de consejeros compartidos con otros consejos. Por tanto:

Hipótesis 1: Las empresas con consejos con un mayor número de consejeros compartidos con otras empresas obtienen un mayor rendimiento financiero.

4. DATOS Y METODOLOGÍA

Muestra

La muestra está compuesta por 93 empresas eléctricas de EEUU. De acuerdo con la Energy Information Administration las empresas seleccionadas se definen en general como compañías privadas o agencias públicas comprometidas en generación, transmisión, y/o distribución de energía eléctrica de uso público. Se pueden dividir en cuatro categorías según el tipo de propiedad, cada uno con su propio conjunto de características: federal, público (pudiendo ser estatal, municipal, o de otras entidades gubernamentales), cooperativo o de inversionistas. A este último subtipo pertenece la totalidad de la muestra utilizada en este artículo. Juntas suponen el 41% de la generación total de energía eléctrica en EEUU en el año 2004. La muestra seleccionada posibilita además el acceso público a todos los datos que son objeto de nuestro interés en el trabajo.

La información financiera y corporativa ha sido obtenida de la base de datos CapitalIQ (vinculada a Standard & Poor,s), de Edgar database que contiene documentos de acceso público de compañías obligadas por ley a presentar información ante la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) y Egrid database (U. S Environmental Protection Agency) que contiene datos esenciales de todas las plantas de generación eléctrica en EEUU así como información agregada por compañías, regiones, etc.

Variable dependiente

La variable dependiente es la rentabilidad obtenida por las compañías objeto de análisis para el año 2004. Se ha tomado la rentabilidad sobre activos (ROA) que es el ratio que relaciona la utilidad neta obtenida en un período con el total de activos. Este ratio es frecuentemente utilizado por la literatura como indicador del desempeño financiero de la organización (Kassinis & Vafeas 2002).

Variable independiente

Como variable dependiente consideramos la presencia de consejeros compartidos en la empresa. Ahora bien, existen distintas alternativas en cuanto a la delimitación de estas situaciones de cara a estudiar sus posibles efectos. En este sentido, Haunschild y Beckman (1998) clasifican entre “lazos de envío”, cuando nuestros

consejeros internos se sientan en otros consejos; “lazos de recibo”, cuando nuestros consejeros tienen su principal afiliación en otra empresa, y “lazos neutros”, cuando los consejeros tienen puestos en varios consejos pero no tienen una primera afiliación. Aunque algunos estudios limitan su análisis a alguno de estos tipos de consejeros compartidos, parece más razonable entender que todos estos lazos o redes, procedentes tanto de consejeros internos o externos, podrían tener una fuerte influencia en las decisiones del consejo (Kassinis & Vafeas, 2002). Por tanto, en principio, cualquiera de estas tres tipologías de interrelación puede llevarnos hasta consejeros valiosos. De acuerdo con esta postura definimos la variable independiente como la proporción de consejeros compartidos sobre el número total de miembros del consejo de administración. Esta variable ha sido transformada usando la raíz cuadrada para corregir la no normalidad.

VARIABLES DE CONTROL

En nuestro análisis, tenemos en cuenta dos factores exógenos que potencialmente determinan la rentabilidad de la empresa en el sector eléctrico. Ambos se relacionan con la evidencia de que las economías de escala son una importante característica a considerar en este sector (Westphal, Seidel & Stewart, 2001). Así por un lado, se controla el tamaño de la empresa tomando como indicador la generación neta anual de la misma en megavatios por hora, ya utilizada en otros trabajos previos como el de Delmas y Tokat (2005). Asimismo, las compañías eléctricas pueden beneficiarse de las economías de escala cuando forman parte de grupos empresariales de gran tamaño (Delmas, Russo, & Montes-Sancho, 2007). Por ello incluye una variable de control del tamaño del grupo al que pertenecen las compañías medido en función del número de empleados que componen dicho grupo. Para aquellas compañías que no pertenecen a ningún grupo esta variable toma el valor 0. Las dos variables de control han sido transformadas usando la raíz cuadrada para corregir la no normalidad.

5. RESULTADOS

La tabla 1 recoge los estadísticos descriptivos y las correlaciones para las variables usadas en este análisis.

Tabla1: Estadísticos descriptivos y correlaciones

Variables	N	Media	Desviación típica	1	2	3	4
1. Roa 2004	93	4,206	1,29				
2. Generación total 2004	93	3555,682	2248,676	0,099			
3. Total empleados del grupo	93	95,55	51,428	0,264*	0,349**		
4. Proporción consejeros compartidos	93	1,927	0,558	-0,230*	-0,065	0,128	

+ p < 0,1
 * p < 0,05
 **p < 0,01

En la tabla 2, se recogen los resultados del análisis de regresión. El modelo 1 presenta el resultado de la regresión con las variables de control y sirve como modelo base. El modelo 2 incluye la variable que representa la proporción de consejeros compartidos en la empresa. En este segundo modelo, comprobamos la hipótesis 1.

Como muestra el estadístico R^2 corregido y el test de incremento en F recogidos en la tabla, el modelo 2 representa significativamente un mejor ajuste que el modelo tomado de base.

Tabla 2: Resultados del Análisis de Regresión

Variables independientes	Modelo 1		Modelo 2	
(Constante)		(0,000)		(0,000)
Generación total 2004	0,008	(0,942)	-0,026	(0,807)
Total empleados del grupo	0,261*	(0,018)	0,307**	(0,005)
Proporción consejeros compartidos			-0,271**	(0,008)
R^2	0,070		0,141	
R^2 corregido	0,049		0,112	
ΔR^2	3,371*	(0,039)	7,355**	(0,008)

+ $p < 0,1$
 * $p < 0,05$
 ** $p < 0,01$

Tal y como se observa en la tabla 2, la proporción de consejeros compartidos en la empresa está negativa y significativamente relacionada con la rentabilidad en el año 2004. Esto indica que la rentabilidad sobre activos es menor en aquellas empresas que tienen una mayor proporción de consejeros compartidos en sus consejos de administración. Por tanto, rechazamos la hipótesis planteada en nuestro análisis.

Por otro lado, la variable que representa la pertenencia a un grupo empresarial está positiva y significativamente asociada con la rentabilidad. Este resultado apoya las conclusiones obtenidas en trabajos previos según las cuales las empresas del sector eléctrico pueden beneficiarse de economías de escala gracias a su pertenencia a grupos empresariales (Delmas & Tokat, 2005). Sin embargo la variable representativa del tamaño de la empresa ha resultado ser poco significativa.

6. DISCUSIÓN FINAL Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

En este estudio hemos encontrado una significativa relación entre la presencia de consejeros compartidos y la rentabilidad de la empresa. De manera contraria a la hipótesis planteada esta relación es negativa. Este resultado, en principio da la razón a aquellos que llaman la atención sobre el peligro de asumir un coste adicional asociado a los consejeros compartidos por las posibles sanciones derivadas de la violación de las leyes de defensa de la competencia (Delmas & Tokat, 2005; Delmas, Russo & Montes-Sancho, 2007) o que los consejeros que tienen afiliación con empresas proveedoras, clientes o bancos pueden no ser lo suficientemente independientes y tener conflictos de intereses (Bazerman & Schoorman, 1983) que perjudiquen a una o varias de las compañías implicadas. Algunas de estas razones pueden ser las causantes de los resultados obtenidos.

Pese a que podemos encontrar en los consejeros compartidos algunos recursos de especial valor para las compañías en las que ocupan su puesto, también bajo determinadas circunstancias los efectos pueden ser negativos. En concreto, en el sector analizado los efectos conjuntos de la presencia de consejeros compartidos en las empresas suponen una menor rentabilidad financiera. Desde esta perspectiva, se justifican los esfuerzos que recientemente se están llevando a cabo por la Comisión Federal Reguladora de la energía en EEUU (FERC)

estableciendo nuevas reglas en torno a los consejeros compartidos, (section 305 of the FPA), reglas orientadas sobre todo a la transparencia de estas situaciones.

Sin embargo, el estudio de estas cuestiones no está agotado. Son muchas los aspectos cuya comprensión requería un estudio más profundo por parte de los investigadores.

Así por un lado, nuestro análisis se ha centrado en un único indicador del rendimiento, el ROA, lo que supone una limitación importante en este estudio. En este sentido, en la literatura pueden encontrarse estudios empíricos que nos muestran que determinadas actuaciones de las empresas pueden verse favorecidas por la presencia de consejeros compartidos. Un ejemplo claro sería el trabajo de Kassinis y Vafeas (2002) quienes demostraron que la presencia de consejeros compartidos con otras empresas se relacionaba con una menor comisión de ilícitos medioambientales. De acuerdo con estos autores la imposición de sanciones medioambientales supone un coste a la imagen de la empresa así como la de sus directivos y consejeros lo que supondría una motivación a los mismos para evitar estas situaciones. Futuras líneas pueden estudiar la manifestación de la presencia de consejeros compartidos en la adopción de determinadas estrategias como por ejemplo en la adopción de estrategias medioambientales proactivas, de especial interés en sectores altamente contaminantes como sería la industria eléctrica. La adopción de un planteamiento medioambiental proactivo, se ha demostrado vinculado a la obtención de resultados financieros positivos o con una ventaja competitiva sostenible para la empresa (Ruigrok, Peck, & Keller, 2006).

En segundo lugar, en el análisis se ha considerado en conjunto el efecto de la presencia de consejeros compartidos. Sin embargo, hay razones para esperar distinto impacto según el tipo de empresa con el que se comparta el consejero. Por ejemplo, los consejeros que tienen afiliación con empresas que se relacionan con la que se sienta como consejero por ser proveedoras, puede favorecer la coordinación vertical y disminuir la incertidumbre sobre la disponibilidad de recursos (Hart, 1995; Nehrt, 1996; Russo & Fouts, 1997; Sharma & Vredenburg, 1998). Otros tipos de consejeros compartidos, en cambio, podrían tener una menor influencia o incluso tener un efecto negativo en el rendimiento de la empresa. Esto justificaría la obtención de resultados como los del presente trabajo, donde se analiza el efecto conjunto de los consejeros compartidos. Futuras investigaciones podrían centrarse en un estudio más detallado de estas situaciones analizando, por ejemplo, los distintos sectores a los que pertenecen las empresas con las que se comparten consejeros.

Por otro lado, sería interesante analizar si estos efectos que se derivan de la presencia de consejeros compartidos tienen más incidencia en determinados sectores o países pues se ven afectados por variables contingentes como la incertidumbre del entorno o su complejidad. Finalmente, debe profundizarse más en el conocimiento del consejo de administración desde un enfoque interno, analizando su valor como recurso. Futuras líneas pueden estudiar otras características del consejo de administración.

Todos estos esfuerzos ayudarán a la comunidad científica, los “policy-makers”, los “practitioners”, los consultores y a los consejeros a descubrir el valor presente dentro de las propias organizaciones y a explotarlo. Esto mejorará su capacidad para construir ventajas competitivas sostenibles que aseguren la rentabilidad y continuidad de nuestras empresas.

REFERENCIAS

- Barney, Jay. 1991. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1): 99.
- Baysinger, Barry, & Hoskisson, Robert E. 1990. The composition of boards of directors and strategic control. *Academy of Management Review*, 15(1): 72.
- Bazerman, Max H., & Schoorman, F. D. 1983. A limited rationality model of interlocking directorates. *Academy of Management Review*, 8(2): 206.
- Carpenter, Mason A., & Westphal, James D. 2001. The strategic context of external network ties: Examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making. *Academy of Management Journal*, 44(4): 639.
- Cohen, Wesley M., & Levinthal, Daniel A. 1990. Absorptive capacity: A new perspective on learning and innovation. *Administrative Science Quarterly*, 35(1): 128.
- Dalton, Dan R., Daily, Catherine M., Ellstrand, Alan E., & Johnson, Jonathan L. 1998. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19(3): 269.
- Dalton, Dan R., Daily, Catherine M., Johnson, Jonathan L., & Ellstrand, Alan E. 1999. Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42(6): 674.
- Darnall, Nicole, & Edwards, Daniel, Jr. 2006. Predicting the cost of environmental management system adoption: The role of capabilities, resources and ownership structure. *Strategic Management Journal*, 27(4): 301.
- Davis, Gerald F. 1991. Agents without principles? the spread of the poison pill through the intercorporate network. *Administrative Science Quarterly*, 36(4): 583.
- Delmas, Magali, Russo, Michael V., & Montes-Sancho, Maria J. 2007. Deregulation and environmental differentiation in the electric utility industry. *Strategic Management Journal*, 28(2): 189.
- Delmas, M., & Tokat, Y. 2005. Deregulation, governance structures, and efficiency: The U.S. electric utility sector. *Strategic Management Journal*, 26(5): 441.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2): 301.
- Forbes, Daniel P., & Milliken, Frances J. 1999. Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24(3): 489.
- Golden, B. R., & Zajac, E. J. 2001. When will boards influence strategy? inclination times power equals strategic change. *Strategic Management Journal*, 22(12): 1087.

- Goodstein, J., Gautam, K., & Boeker, W. 1994. The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal*, 15(3): 241.
- Grant, R. M. 1991. The resource-based theory of competitive advantage: Implications for strategy formulation. *California management review*, 33(3): 114.
- Hart, Stuart L. 1995. A natural-resource-based view of the firm. *Academy of Management Review*, 20(4): 986.
- Haunschild, P. R. 1993. Interorganizational imitation: The impact of interlocks on. *Administrative Science Quarterly*, 38(4): 564.
- Haunschild, P. R., & Beckman, C. M. 1998. When do interlocks matter?: Alternate sources of information and interlock influence. *Administrative Science Quarterly*, 43(4): 815.
- Hillman, Amy J., Cannella, Albert A., Jr, & Paetzold, Ramona L. 2000. The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies*, 37(2): 235.
- Hillman, Amy J., & Dalziel, Thomas. 2003. Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3): 383.
- Huse, M. 2005. Accountability and creating accountability: A framework for exploring behavioural perspectives of corporate governance. *British Journal of Management*, 16(s1): S65.
- Johnson, G., Scholes, k., & Whittington, R. 2007. *Dirección estratégica* (Séptima edición ed.). España: Prentice Hall.
- Judge, W. Q., Jr., & Zeithaml, C. P. 1992. Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process. *Academy of Management Journal*, , 35(4): 766.
- Kassinis, G., & Vafeas, N. 2002. Corporate boards and outside stakeholders as determinants of environmental litigation. *Strategic Management Journal*, 23(5): 399.
- Kroll, M., Walters, B. A., & Wright, P. 2008. Board vigilance, director experience, and corporate outcomes. *Strategic Management Journal*, 29(4): 363.
- Nehrt, C. 1996. Timing and intensity effects of environmental investments. *Strategic Management Journal*, 17(7): 535.
- Palmer, D. A., Jennings, P. D., & Zhou, X. 1993. Late adoption of the multidivisional form by large U.S. corporations: Institutional, political and economic accounts. *Administrative Science Quarterly*, 38(1): 100.
- Pfeffer, Jeffrey. 1972. Size and composition of corporate boards-of-directors - the organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*, 17(2): 218.
- Pugliese, Amedeo, & Wenstøp, Pingying Z. 2007. Board members' contribution to strategic decision-making in small firms. *Journal of Management & Governance*, 11(4): 383.

- Rindova, Violina P. 1999. What corporate boards have to do with strategy: A cognitive perspective. *Journal of Management Studies*, 36(7): 953.
- Ruigrok, Winfried, Peck, Simon I., & Keller, Hansueli. 2006. Board characteristics and involvement in strategic decision making: Evidence from swiss companies*. *Journal of Management Studies*, 43(5): 1201.
- Russo, Michael V., & Fouts, Paul A. 1997. A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability. *Academy of Management Journal*, 40(3): 534.
- Schoorman, F. D., Bazerman, Max H., & Atkin, Robert S. 1981. Interlocking directories: A strategy for reducing environmental uncertainty. *Academy of Management Review*, 6(000002): 243.
- Sharma, S., & Vredenburg, H. 1998. Proactive corporate environmental strategy and the development of competitively valuable organizational capabilities. *Strategic Management Journal*, 19(8): 729.
- Westphal, James D. 1999. Collaboration in the boardroom: Behavioral and performance consequences of CEO-board social ties. *Academy of Management Journal*, 42(1): 7.
- Westphal, J. D., & Fredrickson, J. W. 2001. Who directs strategic change? director experience, the selection of new CEOs, and change in corporate strategy. *Strategic Management Journal*, 22(12): 1113.
- Westphal, J. D., Seidel, M. L., & Stewart, K. J. 2001. Second-order imitation: Uncovering latent effects of board network ties. *Administrative Science Quarterly*, 46(4): 717.
- Young, G. J., Charns, M. P., & Shortell, S. M. 2001. Top manager and network effects on the adoption of innovative management practices: A study of TQM in a public hospital system. *Strategic Management Journal*, 22(10): 935.
- Zahra, Shaker A., & Filatotchev, Igor. 2004. Corporate governance and threshold firms: A knowledge-based perspective. *Journal of Management Studies*, 41(5): 885.
- Zahra, Shaker A., & George, Gerard. 2002. Absorptive capacity: A review, reconceptualization, and extension. *Academy of Management Review*, 27(2): 185.
- Zahra, Shaker A., & Pearce, John A.II. 1989. Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, 15(2): 291.
- Zajac, E. J., & Westphal, J. D. 1996. Director reputation CEO-board power, and the dynamics of board interlocks. *Administrative Science Quarterly*, 41(3): 507.