

Isabel Acero Fraile*
Nuria Alcalde Fradejas*

HETEROGENEIDAD EN LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN EN ESPAÑA

El gobierno corporativo de las organizaciones, y concretamente la estructura de los consejos de administración de las grandes corporaciones, varía sustancialmente entre compañías, constatándose el lema one size doesn't fit all. En este artículo, utilizando una muestra de 171 sociedades españolas cotizadas durante el período 2004-2007, se confirma la existencia de una gran diversidad en el tamaño y la composición de los consejos de administración de las compañías españolas. Asimismo, se analiza la relevancia de algunos factores estructurales (tamaño, edad, estructura de propiedad y sector en el que desarrolla su actividad la empresa) como posibles variables determinantes de la heterogeneidad observada.

Palabras clave: consejos de administración, gobierno corporativo, estructura de propiedad, España.
Clasificación JEL: G32, G34.

1. Introducción

El consejo de administración representa el órgano de gobierno central en las grandes sociedades cotizadas, actuando como mecanismo de control ante el denominado problema de agencia. A diferencia de los países anglosajones donde el mercado de control corporativo juega un papel clave en la alineación de intereses entre

accionistas y gestores (Cuervo *et al.*, 2002), en España tienen mayor relevancia los mecanismos de control interno, entre los que se sitúa el consejo de administración. Junto a esta función de control del equipo directivo, el consejo de administración cumple otra labor no menos importante como es la función de asesoramiento. Los consejeros, además de supervisores, actúan como asesores en la compañía, guiando el proceso de toma de decisiones de la organización.

En los últimos años se han sucedido numerosas recomendaciones sobre gobierno corporativo que sugieren ciertos límites al número de consejeros y subrayan la importancia de contar con una mayoría de consejeros externos, al considerar que estas estructuras son más eficaces para llevar a cabo las funciones de asesoramiento y con-

* Departamento de Economía y Dirección de Empresas. Universidad de Zaragoza.

Las autoras agradecen la financiación recibida por el MICINN-FEDER a través del proyecto de investigación ECO2009-09623, así como el apoyo recibido por el Grupo de Investigación de Excelencia CREVALOR, reconocido por la Diputación General de Aragón.

Versión de marzo de 2010.

trol encomendadas al consejo. No obstante, las necesidades tanto de asesoramiento como de control difieren entre empresas dependiendo de cuáles sean sus características y las del entorno en que desarrollan su actividad (De Andrés y Rodríguez, 2009). En consonancia con ello las recomendaciones de buen gobierno no son de obligado cumplimiento en numerosos países, entre ellos España, al considerar que no es conveniente imponer una estructura común para todos los consejos de administración. En España, desde la publicación del primer Código de Buen Gobierno —Informe Olivencia— hasta la fecha, la asunción de las recomendaciones de buen gobierno por parte de las sociedades ha tenido siempre un carácter voluntario. No obstante, la Ley 26/2003¹ introdujo un cambio muy importante en esta materia, pues si bien hasta entonces también dependía de la voluntad de cada sociedad el hecho de informar o no al mercado sobre el seguimiento de las recomendaciones en materia de gobierno corporativo, la citada ley convirtió en obligatoria dicha información, instaurando en nuestro sistema el principio legal conocido internacionalmente como «cumplir o explicar». Así, desde el año 2004 las sociedades cotizadas en España están obligadas a publicar anualmente y en formato estandarizado un Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC) en el que se indique si se siguen las recomendaciones de buen gobierno, así como la justificación, en su caso, para la falta de seguimiento.

En el ámbito académico, una gran parte de los trabajos publicados en los últimos años defiende la hipótesis de que no existe una estructura de consejo común que resulte óptima para todas las organizaciones (*one size doesn't fit all*). Según este enfoque, seguido por trabajos como los de Hermalin y Weisbach (1988, 1998), Bathala y Rao (1995), Lehn *et al.* (2004), Boone *et al.* (2007) o Coles *et al.* (2008), entre otros, no es conveniente imponer moldes rígidos en la estructura de los consejos de administración de las sociedades, ya que cada compañía determinará el

tamaño y la composición de su consejo en función de una serie de factores internos y externos de la misma.

Atendiendo a estas reflexiones, debería observarse, por tanto, una cierta heterogeneidad en cuanto a tamaño y composición, entre los consejos de administración de las distintas sociedades. Para comprobar el grado de diversidad existente, este artículo presenta un análisis descriptivo del tamaño y composición del máximo órgano de gobierno de las sociedades anónimas cotizadas, dado que para éstas, y desde el año 2004, existe información homogénea y comparable sobre su estructura de gobierno.

Además, y ahondando un poco más en esta cuestión, se analiza la influencia de algunos factores básicos representativos de la empresa y de su entorno en la configuración del consejo de administración.

El trabajo, con una finalidad básicamente exploratoria, presenta los datos más relevantes y actualizados sobre el tamaño y composición de los consejos de administración de las sociedades anónimas cotizadas, apuntando la existencia de algunos factores que pueden resultar claves para entender la heterogeneidad observada.

La estructura del trabajo es la siguiente: en el apartado 2 se reflexiona sobre las principales funciones que tiene asignadas el consejo de administración, ya que dichas funciones influirán de forma decisiva en la configuración de los consejos; en el apartado 3 se examina la estructura de los consejos de administración de una muestra de 171 sociedades cotizadas españolas durante el período 2004-2007, analizando el grado de seguimiento de las recomendaciones sobre buen gobierno publicadas en España; por último, en el apartado 4, se investiga la influencia del tamaño y la edad de la empresa, las características de la industria de procedencia y la estructura de la propiedad, sobre la configuración de los consejos en España, cerrando el artículo con las principales conclusiones.

2. Las funciones del consejo de administración

A pesar de que las funciones que cumple el consejo de administración pueden ser desagregadas en un ele-

¹ Consultar el artículo 116 del capítulo IV de dicha Ley dedicado al informe anual de gobierno corporativo.

vado número de tareas concretas que difiere según los autores², la literatura especializada las agrupa en dos funciones centrales. Por un lado, se considera que los consejos deben orientar y aconsejar en la gestión y la estrategia de la sociedad —*advisory function*—, al mismo tiempo que son los responsables de supervisar y controlar al equipo directivo, previniendo la aparición de conflictos de intereses entre gestores y accionistas o entre diversos grupos de accionistas —*monitoring function*—. A continuación se expone con más detalle cada una de estas funciones.

Función de asesoramiento

En primer lugar se puede observar que los consejeros actúan como «asesores» en la organización, ya que gracias a la información sobre la organización o el entorno que poseen, sus experiencias, conocimientos, etcétera enriquecen la toma de decisiones en la compañía. En términos generales, un mayor número de integrantes del consejo contribuyen a que la función de asesoramiento pueda ser desarrollada de un modo más eficaz. Como señalan Boone *et al.* (2007), conforme aumentan las necesidades de información (que podrían ser sinónimo de necesidad de asesoramiento) se requieren consejos más grandes. En este sentido, los consejos grandes poseen una mayor cantidad de información colectiva sobre diversos factores que afectan a la corporación (Lehn *et al.*, 2004), lo cual podría considerarse un aspecto positivo en términos de la función de asesoramiento.

Asimismo, cabe destacar el papel de los consejeros independientes³ (*outsiders* en el ámbito anglosajón) en

el desempeño eficaz de la función de asesoramiento⁴. Dichos consejeros poseen generalmente una amplia experiencia, ya que habitualmente participan o han sido miembros de otros consejos, lo que enriquece la visión que puedan tener sobre un determinado asunto, y, además, suelen ser profesionales que cuentan con un reconocido prestigio en este campo. Diversos autores (Lehn *et al.*, 2004; Coles *et al.*, 2008; etcétera) señalan la importancia que tiene en las empresas la opinión y el asesoramiento que pueden ofrecer estos consejeros, especialmente en aquellas que operan en una gran diversidad de productos y mercados. Como afirman Dalton *et al.* (1999) «los *outsiders* proporcionan una calidad en el asesoramiento al CEO que no está disponible entre el personal corporativo».

Por tanto se observa que la eficiencia en la función de asesoramiento aumenta con el tamaño del consejo y con la presencia de independientes.

Función de control

Por otro lado, la segunda de las funciones de las que son responsables los consejos de administración es la que se refiere a la necesidad de control y supervisión. El consejo debe actuar como instrumento de control, supervisando la gestión realizada por los directivos de la compañía, con el objetivo de reducir los conflictos de intereses y el problema de agencia que se puede crear en la organización entre los directivos y los inversores cuando existe una separación entre la propiedad y el control.

No obstante, es necesario destacar que en muchos de los países europeos el conflicto de intereses surge frecuentemente entre los accionistas minoritarios y mayori-

² Véase GUTIÉRREZ *et al.* (2000) o la clasificación propuesta por la asociación americana *Business Roundtable*, (<http://www.businessroundtable.org/>).

³ Una definición detallada de cada tipo de consejero se presenta más adelante. No obstante en este punto resulta conveniente aclarar que en la realización del estudio se ha prestado especial atención al porcentaje de consejeros independientes, ya que si bien en España los consejeros no ejecutivos incluyen también a los dominicales, tal y

como indican GARCÍA Y GIL DE ALBORNOZ (2005), son los independientes los que equivaldrían a los consejeros no ejecutivos en el contexto anglosajón.

⁴ Puede resultar interesante revisar RECODER (2006), donde se reflexiona sobre el papel de los consejeros independientes, centrándose en el caso español.

tarios, en contraste con la situación observada en EE UU donde el principal esfuerzo reside en evitar la conducta oportunista de los gestores. Esta situación se debe a que muchas de las organizaciones de Europa continental se caracterizan por presentar un elevado nivel de concentración de la propiedad, lo que puede generar conflictos entre los propios accionistas (Baglioni y Colombo, 2009).

Concretamente en España existe un alto grado de concentración de la propiedad en las compañías, lo que puede generar un reparto de poder asimétrico entre pequeños y grandes accionistas, de forma que estos últimos pretendan obtener en algunos casos beneficios privados que perjudiquen a los pequeños accionistas. Por tanto, tal y como indican Mínguez y Martín (2003, página 11), «en España el conflicto se produce entre accionistas mayoritarios y minoritarios, y el consejo de administración debe velar para que no se vean lesionados los intereses de estos últimos». Así, el consejo de administración debe salvaguardar los intereses de los pequeños accionistas, evitando que la divergencia de intereses existente entre accionistas mayoritarios y minoritarios conduzca a un perjuicio o expropiación de los pequeños inversores.

Tal y como apuntan Boone *et al.* (2007) cabe esperar que la supervisión realizada por los consejeros sea menos efectiva conforme aumenta el tamaño del consejo. Como señalan Lipton y Lorsch (1992) o Jensen (1993), los grupos pequeños están más cohesionados, son más productivos y pueden ejercer el control sobre la empresa de una forma más eficiente. Si el consejo es muy numeroso pueden surgir problemas de *free-riding*, problemas de coordinación, etcétera, entre los miembros del consejo que impidan o dificulten llevar a cabo un control eficaz. Como señala Jensen (1993), los consejos de más de siete u ocho miembros tienden a ser menos eficaces en su labor de control, puesto que conforme los grupos aumentan de tamaño pasan a ser menos efectivos, ya que los problemas de coordinación, así como la complejidad de los procedimientos, superan las ventajas derivadas de una mayor participación de los miembros del grupo.

Por otro lado cabe destacar el papel de los consejeros independientes en el desempeño de la labor de supervisión, al considerar que resulta menos probable que la actuación de este tipo de consejeros, que carece de lazos directos con la organización, venga afectada por problemas como la supeditación al pensamiento de grupo o los comportamientos subordinados a las decisiones del CEO que, sin embargo, se consideran más posibles entre los consejeros internos. Como señalan Bahlala y Rao (1995), los miembros independientes del consejo contribuyen a minimizar los problemas de agencia entre directivos y accionistas, y tal y como apuntan Coles *et al.* (2008) son los *outsiders* los que actúan como controladores de los altos ejecutivos. Además, en el caso español, los consejeros externos dominicales representan a los accionistas de control de la sociedad, mientras que los consejeros externos independientes vienen a representar a los accionistas minoritarios o capital flotante de la sociedad, por lo que el papel de los consejeros independientes también es evitar una posible expropiación de los pequeños accionistas por parte de los mayoritarios.

Por tanto se observa que la eficiencia en la función de control aumenta, al reducirse el número de consejeros y al aumentar la presencia de independientes en el consejo.

3. Tamaño y composición de los consejos de administración: recomendaciones y seguimiento

Códigos de Buen Gobierno en España

Además del creciente interés suscitado en el ámbito académico hacia el gobierno corporativo de las organizaciones, los debates en torno al tamaño y la composición de los consejos de administración han sido también frecuentes en el terreno empresarial. En este sentido, desde los años noventa se puede observar en el ámbito internacional un progresivo aumento en la publicación de recomendaciones y regulaciones sobre gobierno corporativo. También España ha sido

participe de esta preocupación política y social por el buen funcionamiento de las sociedades cotizadas. Desde la segunda mitad de los años noventa se han constituido tres grupos de trabajo, cuya labor se ha materializado en sendos Códigos de Buen Gobierno, conocidos como el Informe Olivencia (1998), el Informe Aldama (2003) y el Informe Conthe (2006). Los tres informes reflexionan sobre la estructura de los consejos de administración, y realizan una serie de recomendaciones para las sociedades cotizadas españolas (tal y como se recoge en el Cuadro 1), cuya asunción es voluntaria.

A continuación se comentan las principales aportaciones de cada uno de estos códigos:

— En 1998, la comisión especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades, elaboró un informe sobre la problemática de los consejos de administración de las sociedades cotizadas españolas, y un Código de Buen Gobierno (Informe Olivencia) —compuesto por 23 recomendaciones— para estas sociedades. Sus recomendaciones se definieron con carácter voluntario, por lo que las sociedades podían decidir libremente si asumían o no dichas medidas. Aunque se pedía a las sociedades que informaran a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) sobre el seguimiento o no de las recomendaciones, no existía obligación de informar ni un formato estandarizado. La aplicación real de dicho código de buen gobierno por parte de las sociedades fue escasa, según estudios realizados por la propia CNMV⁵.

— Posteriormente al Informe Olivencia, el Gobierno constituyó, en 2002, una comisión especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados y las sociedades cotizadas, presidida por el profesor Aldama. Se elaboró, así, el denominado Informe Aldama que mantuvo una línea de continuidad con su

antecesor, incorporando, al mismo tiempo, algunas cuestiones adicionales como la transparencia y amplitud de la información, los deberes de lealtad y diligencia de los administradores, y la potenciación de la junta general como órgano supremo de gobierno de la empresa. Asimismo, una aportación importante del Informe Aldama fue la de recomendar la publicación de un informe anual de gobierno corporativo que explicita las prácticas de gobierno corporativo de cada sociedad. Esta recomendación fue recogida en la Ley 26/2003 —aprobada para reforzar la transparencia de las sociedades cotizadas— obligando a éstas a publicar un informe anual de gobierno corporativo. Además, el formato de este informe es estandarizado, lo que facilita su comprensión y comparación. No obstante, el cumplimiento de las recomendaciones del Informe Aldama mantiene su carácter de voluntariedad, primando el principio conocido internacionalmente como «cumplir o explicar».

— Finalmente, en el año 2006 se aprobó el Código Unificado de Buen Gobierno, conocido también como Código Conthe⁶. Dicho Código —compuesto por 58 recomendaciones— mantiene también una línea de continuidad con sus predecesores, pero introduce algunos aspectos novedosos en sus recomendaciones como son los relativos a la diversidad de género en los consejos, la mayor transparencia en las remuneraciones, etcétera. Continúa primando el carácter de voluntariedad de las recomendaciones bajo el principio «cumplir o explicar».

Como se puede apreciar en el Cuadro 1, los tres informes incluyen recomendaciones relativas al tamaño y composición de los consejos de administración.

A continuación se presentan las principales características de los consejos analizados poniéndolas en relación con las recomendaciones anteriores. Para realizar el análisis se ha examinado una muestra de 171 sociedades coti-

⁵ Tras la publicación del Informe Olivencia en 1998, la CNMV llevó a cabo durante los tres años sucesivos un seguimiento del cumplimiento de las recomendaciones del Código por parte de las entidades cotizadas en bolsas de valores.

⁶ Actualmente la CNMV ha realizado una propuesta de actualización del Código Unificado como respuesta a la nueva normativa de la Comisión Europea en materia de remuneraciones de los administradores de las sociedades cotizadas.

CUADRO 1
RECOMENDACIONES-CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO

	Informe Olivencia	Informe Aldama	Código unificado
Tamaño consejo	El tamaño adecuado podría oscilar entre 5 y 15 miembros	Número razonable	Tamaño aconsejable: no inferior a 5 ni superior a 15 miembros
Externos/ejecutivos	Consejeros externos amplia mayoría sobre los ejecutivos	Amplia mayoría de externos, y dentro de éstos una participación muy significativa de los independientes	Dominicales e independientes amplia mayoría sobre los ejecutivos
Independientes	Número razonable de consejeros independientes	—	El número de consejeros independientes debería representar al menos un tercio del total
Dominicales/independientes	La proporción entre dominicales e independientes tendrá en cuenta la relación existente entre el capital integrado por paquetes significativos y el resto	—	La relación entre el número de consejeros dominicales y el de independientes reflejará la proporción existente entre el capital de la sociedad, representado por los consejeros dominicales y el resto del capital.

FUENTE: Adaptado del Código unificado de Buen Gobierno (Apéndice 2).

zadas españolas durante el período 2004-2007. Para llevar a cabo la selección de la muestra se partió inicialmente del conjunto de compañías incluidas en los Informes de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, elaborados por la CNMV y correspondientes a los ejercicios 2004 a 2007⁷. Del total de las 189 empresas iniciales se eliminaron de la muestra las entidades bancarias⁸ (15), y asimismo se reajustó la información de tres

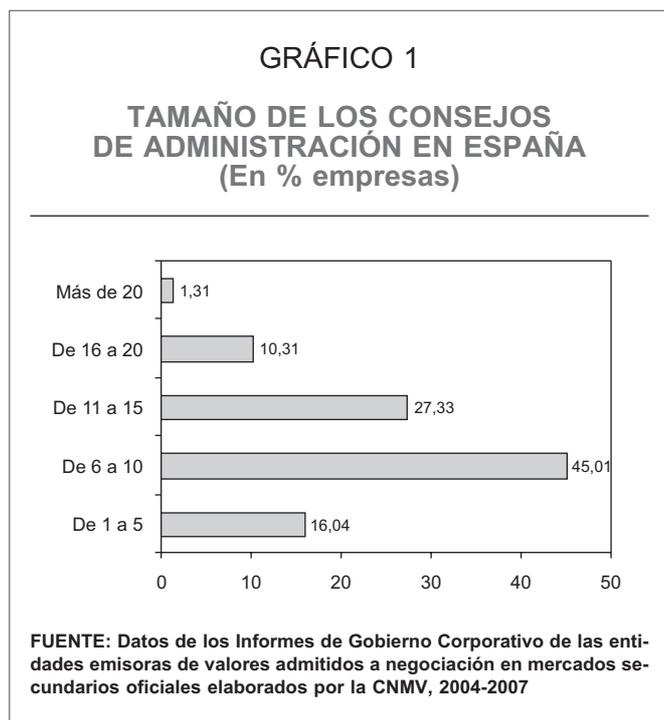
empresas que durante el período analizado cambiaron de denominación social. Así, la muestra final la componen 171 entidades que constituyen un panel no balanceado para los cuatro años de análisis.

Por otro lado, para realizar la clasificación sectorial de las empresas analizadas, en un primer momento, se usaron los códigos de la clasificación CNAE-93 Rev.1 para definir los sectores industriales. Debido al elevado número de sectores que tenían lugar en la muestra, se decidió agrupar aquellos que se encontraban más próximos y que compartían características similares para obtener un número de sectores diferentes más reducido. En este caso, se tuvo en cuenta también la clasificación de los sectores industriales propuesta por la CNMV, de modo que finalmente se agruparon las observaciones obteniéndose ocho segmentos sectoriales.

Para cada una de las empresas y de los años de estudio, la información que aparece en estos informes relati-

⁷ El ejercicio 2004 es el primer año en el que se publicaron los IAGC con un formato homogéneo, por lo que se ha tomado dicho período como punto de partida para la selección de la muestra. Asimismo, debido a que los IAGC correspondientes al ejercicio 2008 no estaban disponibles en el momento del estudio para muchas de las compañías de la muestra, el período de análisis finaliza con el ejercicio económico 2007.

⁸ Las entidades bancarias fueron eliminadas de la muestra por sus peculiaridades para evitar una posible distorsión en los resultados.



va a la estructura accionarial y del consejo se completó con la información económica y financiera proporcionada por la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos).

Tamaño de los consejos de administración en España

A continuación se describen las principales características de los consejos de administración analizados.

En primer lugar se observa que en términos medios los consejos de administración en España poseen 9,86 miembros, cifra que se encuentra dentro del intervalo (entre 5 y 15 miembros) recomendado por los Códigos de Buen Gobierno en España. No obstante, un análisis más detallado de los datos (Gráfico 1) pone de manifiesto que, a pesar de la amplitud del intervalo que se establece en la recomendación, un 20,4 por 100 de las empresas analizadas no la sigue. Por otro lado, considerando el grupo de empresas que respeta los límites recomendados, existe una importante diversidad en lo

que a tamaño del consejo se refiere, siendo el intervalo más frecuente el comprendido entre 6 y 10 miembros (en el que se sitúa el 45 por 100 de las observaciones). Asimismo, se observa una cierta preferencia por los consejos pequeños, ya que un 61,05 por 100 de las observaciones corresponde a consejos con 10 miembros o menos.

Composición de los consejos de administración en España

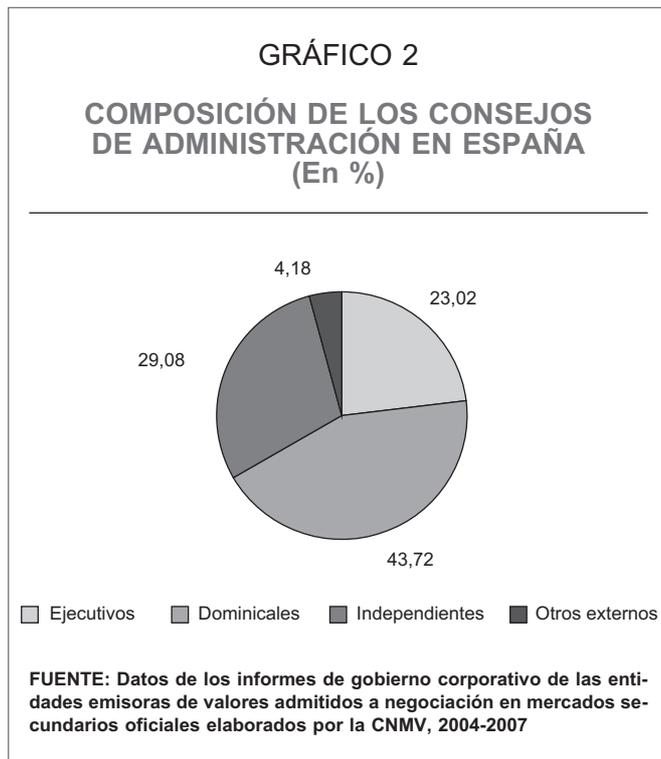
En relación con la composición de los consejos de administración en España, es necesario indicar en primer lugar qué tipos de consejeros forman parte de dicho órgano de control en España.

Para ello se debe diferenciar primero entre consejeros internos —o ejecutivos— y consejeros externos. Los consejeros internos⁹ son aquellos miembros del consejo de administración que, además de sus funciones como consejeros, intervienen en la actividad diaria de la compañía desempeñando tareas de alta dirección, o bien son empleados de la sociedad o de su grupo. Por otro lado, los consejeros externos no intervienen en la actividad diaria de la sociedad y pueden clasificarse en dominicales o independientes. Los consejeros externos dominicales forman parte del consejo por detentar una participación accionarial considerada legalmente significativa¹⁰, o bien por actuar como representantes de otros accionistas significativos¹¹. Por último, los consejeros externos independientes deben desempeñar sus funciones sin verse condicionados por ninguna relación con la organización, el equipo gestor o con los accionistas de control de la sociedad.

⁹ Estas definiciones corresponden a las realizadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

¹⁰ La CNMV define estas participaciones significativas como aquellas superiores al 5 por 100 del capital.

¹¹ No obstante, el Código Unificado de Buen Gobierno indica que también pueden considerarse consejeros dominicales aquellos que no ostenten una participación significativa, pero que hayan sido designados como dominicales por su condición como accionistas.



Su misión fundamental es la de defender los intereses de todos los accionistas, y, en particular, de los minoritarios que no tienen acceso a un puesto en el consejo.

Atendiendo a la composición de los consejos de administración de la muestra analizada (Gráfico 2) se constata que en término medio casi un 30 por 100 de los consejeros son independientes, porcentaje inferior al recomendado por el Código Unificado de 2006 (un tercio del total). Destaca la elevada presencia de consejeros dominicales¹² que representan más de un 40 por 100 del total del consejo, dejando a los consejeros ejecutivos una participación del 23 por 100. Predomina, por tanto, la figura de los consejeros externos sobre los ejecutivos, tal y como señalan las recomendaciones españolas sobre buen gobierno. Sólo en un 9,7 por 100 de las observaciones de la muestra, el porcentaje de exter-

¹² Se recomienda revisar MATEU (2007) donde se reflexiona sobre el papel de los consejeros dominicales en las sociedades españolas.

nos es inferior al 50 por 100. Asimismo, respecto al porcentaje de independientes, aproximadamente el 57 por 100 de las observaciones de la muestra incluye al menos un tercio de miembros independientes, lo que indica la necesidad de incrementar en el resto de empresas la presencia de independientes.

Por otro lado, también resulta interesante analizar la relación entre el número de consejeros dominicales y el de independientes. Según los Códigos de Buen Gobierno españoles, dicha relación debería corresponderse con el cociente entre las participaciones significativas de capital y el capital flotante. Para la muestra analizada, el ratio medio es de 1,02 para el cociente entre el número de independientes sobre el de dominicales, mientras que la relación entre el capital flotante y las participaciones significativas es de 1,04. Por tanto se podría concluir que, en media, la relación entre consejeros dominicales e independientes refleja de forma bastante adecuada la estructura de propiedad de la empresa.

4. Factores influyentes en la configuración de los consejos de administración

En los últimos años diversos autores bajo el lema *one size doesn't fit all* han investigado los factores determinantes del tamaño y la composición de los consejos de administración, al considerar que no existe una estructura común que resulte óptima para todos los consejos. Desde esta perspectiva, y habiendo constatado en los apartados anteriores una importante diversidad en cuanto a tamaño y composición de los consejos de administración en España, en los siguientes apartados se analiza la influencia que en la configuración de los consejos ejercen una serie de factores estructurales que, de acuerdo con la literatura especializada, podrían resultar claves para explicar la diversidad existente entre los consejos de administración. Los factores analizados son el tamaño y la edad de la empresa, el sector industrial y la estructura de propiedad.

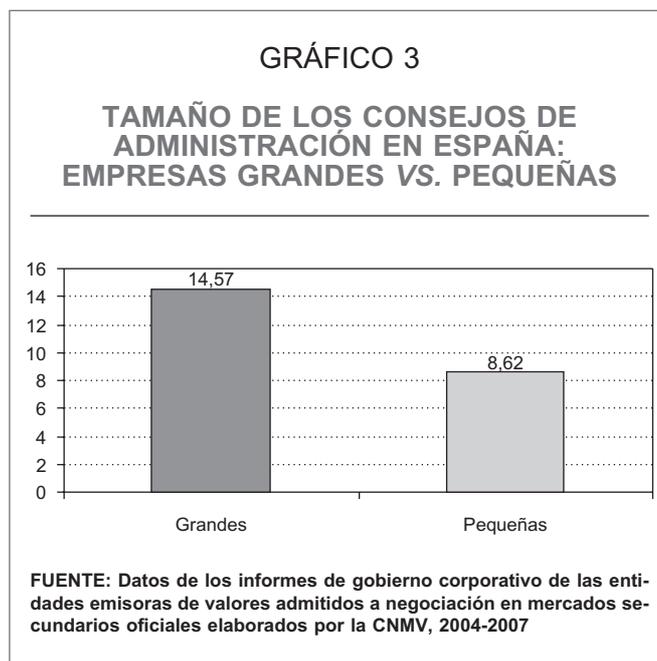
Influencia del tamaño de la empresa en los consejos de administración

Como señalan Boone *et al.* 2007, Coles *et al.* 2008 y Linck *et al.* 2008, entre otros, la complejidad de la compañía, medida entre otros factores a través de su tamaño, es un determinante clave en la configuración de los consejos de administración. Conforme las empresas son más grandes, y por tanto más complejas, adoptan generalmente consejos más grandes y con una mayor presencia de consejeros independientes para realizar la función de asesoramiento del consejo de un modo más eficaz, ya que como indican Boone *et al.* (2007) conforme una empresa crece (se vuelve más compleja) demanda mayores servicios especializados del consejo, es decir, un mayor grado de asesoramiento. Como se ha visto anteriormente, al incrementar el número de miembros del consejo se aumentan también las opiniones, perspectivas... y, por tanto, el asesoramiento resulta más eficiente. Asimismo, los consejeros independientes poseen generalmente una amplia experiencia y prestigio, como consecuencia de su participación en otros consejos, resultando muy apropiados para la función de asesoramiento.

Para analizar el efecto del tamaño de la organización sobre la estructura de los consejos, se ha dividido la muestra en dos grupos de empresas teniendo en cuenta si su tamaño es superior o inferior al de la media muestral.

Como se observa en los Gráficos 3 y 4, el tamaño de la empresa influye de forma importante tanto en el número de miembros del consejo como en la composición del mismo. Mientras en las empresas grandes el número medio de consejeros se sitúa en torno a 15, en las empresas de menor tamaño el número de miembros del consejo es menor (en torno a 9), resultando estas diferencias estadísticamente significativas.

Respecto a la composición del consejo, aunque la importancia de los consejeros dominicales es similar en ambos tipos de empresas, existen diferencias importantes en cuanto a la presencia de independientes y ejecutivos. Así, el porcentaje de consejeros independientes



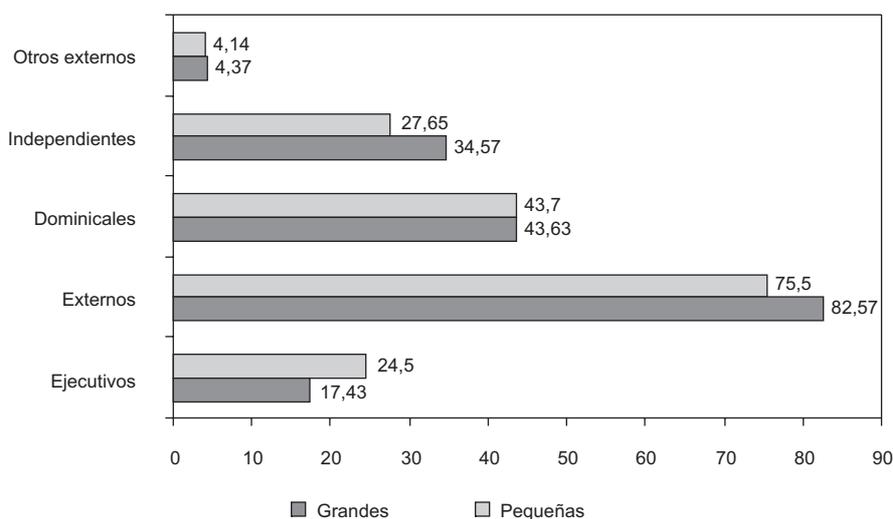
es significativamente superior en la submuestra de empresas grandes (representan un 35 por 100 de los miembros del consejo, frente a un 28 por 100 en las empresas pequeñas). La misma diferencia, pero en sentido contrario, se observa en el peso de los consejeros ejecutivos (un 24 por 100 en las empresas pequeñas, frente a un 17 por 100 en las grandes).

Por tanto, se constata que aquellas empresas que son más grandes —más complejas— establecen consejos de mayor tamaño y con un porcentaje más elevado de miembros independientes, lo cual puede venir determinado por unas mayores necesidades de asesoramiento en dichas compañías.

Madurez de la empresa y su repercusión en la estructura de los consejos de administración

También la edad ha sido considerada en la literatura como *proxy* de la complejidad de las empresas y, por tanto, como factor determinante de la configuración de los consejos. Como señalan Boone *et al.* (2007), las organizaciones más complejas suelen ser las de mayor edad, por lo que se espera una relación positiva entre la

GRAFICO 4
COMPOSICIÓN DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN EN ESPAÑA:
EMPRESAS GRANDES VS. PEQUEÑAS
 (En %)



FUENTE: Datos de los informes de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, elaborados por la CNMV, 2004-2007

edad de la compañía y el tamaño del consejo y la proporción de *outsiders*, tal y como se constata también en los estudios de Yang *et al.* (2004) y Linck *et al.* (2008).

Para analizar la influencia de esta variable se ha dividido la muestra en cuartiles según la edad de las compañías, y se ha examinado la posible existencia de diferencias significativas en el tamaño y la composición de los consejos. En el primer cuartil se sitúan las compañías más jóvenes y en el último cuartil las más maduras.

Las evidencias obtenidas en el análisis realizado señalan la existencia de diferencias significativas en el tamaño medio de los consejos entre las empresas de los primeros cuartiles (en torno a 9 consejeros) y las pertenecientes al último cuartil (casi 12 consejeros de media), lo que indica que aquellas empresas más maduras requieren un mayor número de consejeros para lle-

var a cabo la función de asesoramiento de un modo eficaz.

No obstante, las diferencias en la composición de los consejos atendiendo a la edad de la compañía son menores, localizándose fundamentalmente en el porcentaje de consejeros dominicales e independientes. En este sentido, destaca el mayor peso de los dominicales en las empresas más maduras —un 48,5 por 100 en las maduras frente a un 43 por 100 en las jóvenes— en detrimento de los independientes —un 25 por 100 en las maduras frente a un 31 por 100 en las más jóvenes—. Estos datos podrían estar reflejando la reticencia en las empresas más consolidadas a cambiar la estructura de sus consejos e incorporar nuevos miembros (independientes) para adaptarse a las recomendaciones de buen gobierno, reuniendo por tanto una mayor proporción de consejeros dominicales.

CUADRO 2
ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS: DISTRIBUCIÓN SECTORIAL

	Media					
	Número consejeros	Porcentaje ejecutivos	Porcentaje externos	Porcentaje dominicales	Porcentaje independientes	Porcentaje otros externos
Sector 1						
Actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales (N = 236)	9,42	24,90	75,10	41,40	29,27	4,43
Sector 2						
Intermediación financiera (N = 44).	7,85	15,72	84,28	49,24	33,32	1,72
Sector 3						
Transportes y comunicaciones (N = 32).	12,37	17,56	82,43	46,98	32,93	2,53
Sector 4						
Comercio, hostelería y otros servicios (N = 64)	10,49	25,89	74,11	36,81	35,74	1,56
Sector 5						
Construcción (N = 52)	13,52	15,62	84,38	57,83	23,36	3,19
Sector 6						
Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua (N = 40)	12,73	12,09	87,91	49,04	26,25	12,63
Sector 7						
Industria manufacturera (N = 196).	8,93	25,36	74,64	43,53	28,44	2,56
Sector 8						
Extracción de productos energéticos y otros minerales, y agricultura, ganadería, caza y selvicultura (N = 20)	6,50	39,34	60,66	20,35	18,54	21,76
ANOVA	15,447	7,408	7,408	5,478	2,297	15,322
F (sig.)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,026)	(0,000)

FUENTE: Elaboración propia.

Variabilidad de la estructura de los consejos de administración según las características del sector

Diferencias entre industrias

Las características de la industria a la que pertenece la empresa pueden influir en el tamaño y la composición de los consejos de administración, tal y como comprueban en su estudio Ning *et al.* (2007). Para comprobar si existen o no diferencias en la configuración de los consejos españoles atendiendo a la industria de procedencia, en el Cuadro 2 se recogen los valores medios de las

variables de gobierno corporativo analizadas para cada uno de los sectores de la muestra.

Se observa que existe una gran variabilidad en el tamaño de los consejos, según cuál sea el sector en el que opere la compañía¹³. Mientras que en empresas pertenecientes a lo que podríamos denominar sector primario (sector 8) y compañías dedicadas a la interme-

¹³ Tal y como se indica en el apartado 3 para realizar la clasificación sectorial se partió de los códigos CNAE 93 Rev.1, reagrupando finalmente las observaciones en ocho grupos de industrias.

diación financiera (sector 2) el número medio de consejeros es inferior a 8 miembros, en otras industrias, como son el transporte y telecomunicaciones (sector 3), la construcción (sector 5) y la energía (sector 6), el número medio de consejeros se eleva por encima de los 12 miembros.

También existe una considerable variabilidad entre sectores en lo referente a la composición del consejo. Mientras que en el sector 5 (construcción) el porcentaje de dominicales se sitúa en torno al 58 por 100, en otros sectores como el 8 (productos energéticos, agricultura, ganadería...) los dominicales representan tan sólo un 20 por 100 del consejo, recibiendo un importante protagonismo en este caso la figura de los consejeros ejecutivos y otros externos.

Por tanto, se deduce que una importante parte de la variabilidad en las estructuras de los consejos de las empresas españolas se determina por la pertenencia a los diferentes sectores industriales.

Diferencias según el grado de intensidad en innovación

Estudios como los de Boone *et al.* (2007), Coles *et al.* (2008) entre otros, han corroborado la influencia que ejerce el nivel de innovación que desarrolla la empresa sobre la configuración de los consejos.

Como medida de la intensidad en innovación, la variable utilizada ha sido el porcentaje de gastos en actividades innovadoras sobre la cifra de negocios¹⁴, calculado para cada rama de actividad teniendo en cuenta la clasificación CNAE¹⁵.

Inicialmente se ha dividido la muestra en 4 cuartiles, atendiendo al nivel de intensidad de la innovación de cada sector de actividad. Tras esta primera clasificación, se han agrupado las observaciones en dos sub-

muestras: por un lado, aquellos sectores que invierten poco en innovación (cuartiles 1, 2 y 3) y por otro lado, aquellos sectores que tienen un mayor gasto en actividades innovadoras (cuartil 4).

Los resultados indican la existencia de diferencias significativas, derivadas del nivel de gasto en actividades innovadoras, tanto en el tamaño del consejo como en el porcentaje de consejeros ejecutivos y externos.

En este sentido, aquellas empresas que pertenecen a sectores donde existe un mayor gasto en actividades de innovación establecen consejos de menor tamaño (8,97 consejeros), incorporando un porcentaje mayor de miembros ejecutivos (24,75 por 100) en comparación con las empresas menos intensivas en innovación que establecen consejos de un tamaño medio de 10 miembros e incluyen un porcentaje de ejecutivos del 22 por 100.

Estas evidencias indican que los consejeros ejecutivos contribuyen de forma más importante a la función de asesoramiento del consejo en aquellas empresas que operan en sectores intensivos en innovación, lo que puede deberse a que la posesión de conocimientos e información de carácter más específica sobre la empresa sea especialmente beneficiosa para estas compañías. Como indican Coles *et al.* (2008), Linck *et al.* (2008) o Harris y Raviv (2008), dependiendo de qué tipo de información deba fluir desde el equipo directivo a los miembros del consejo y viceversa, y de la relevancia de dicha información para la toma de decisiones, aumentar la presencia de consejeros ejecutivos en el consejo puede resultar conveniente en determinados casos.

Se constata por tanto la influencia del grado de intensidad en innovación del sector de actividad sobre la estructura de los consejos de administración en España.

Estructura de la propiedad y su influencia sobre la configuración de los consejos de administración

Como se ha señalado anteriormente, los consejos de administración son uno de los diversos mecanismos de

¹⁴ Los datos se han obtenido de los resultados de las encuestas sobre innovación tecnológica en las empresas, realizadas por el INE (Instituto Nacional de Estadística) para los años 2004-2007.

¹⁵ Clasificación Nacional de Actividades Económicas.

control orientados a reducir el problema de agencia en las sociedades. A través de la función de control el consejo actúa como órgano supervisor del equipo directivo. No obstante, la importancia de esta función del consejo dependerá de la existencia o no de otros mecanismos sustitutivos de control, entre los que se encuentra la estructura de propiedad. Como indica Li (1994), cuando la propiedad está concentrada, el propietario puede controlar la gestión realizada por los directivos, siendo menos necesaria en estos casos la labor de supervisión del consejo. Asimismo, como señala Arthur (2001), las evidencias sugieren que la proporción de los *outsiders* sea menor en aquellas compañías que tienen un accionista mayoritario en comparación con aquellas empresas en las que la propiedad es difusa.

Para analizar la influencia de la estructura de propiedad sobre la configuración de los consejos de administración, se ha tomado como variable de análisis el porcentaje de capital¹⁶ en manos del principal accionista. Asimismo, se ha dividido la muestra en dos grupos, diferenciando aquellas empresas en las que la participación del principal accionista es igual o superior a la media¹⁷ de aquellas otras en las que la participación es inferior.

Respecto al tamaño de los consejos apenas existen diferencias en el número de consejeros atendiendo al diferente grado de concentración de la propiedad (consejos de 9,69 miembros en sociedades con un alto grado de concentración del capital frente a 9,91 consejeros en empresas con una propiedad más dispersa).

No obstante, en relación a la composición de los consejos, se observa que sí existen diferencias significativas en el porcentaje de consejeros ejecutivos y externos

según cuál sea el grado de concentración de la propiedad (Gráfico 5). Se aprecia que el porcentaje de externos es inferior en aquellas empresas con capital más concentrado (un 74 por 100, frente a un 79 por 100 en las empresas con propiedad más dispersa). Estos resultados irían en línea con los encontrados en Li (1994), Arthur (2001) o Mak y Li (2001) donde se constata una relación negativa entre la concentración de la propiedad y la proporción de *outsiders*.

El análisis realizado indica que cuando existe un mayor grado de concentración de la propiedad, existe una menor necesidad de que el consejo actúe como mecanismo de control, y, por tanto, el porcentaje de consejeros externos puede ser inferior. Del mismo modo, en aquellas empresas con un capital más disperso, es necesario incrementar el porcentaje de externos, lo que se consigue, principalmente, aumentando el porcentaje de independientes, ya que se considera que éstos son más eficaces en la función de supervisión. Asimismo, en las empresas con una estructura de propiedad más dispersa, donde existe por tanto un mayor peso del denominado capital flotante, tiene sentido que existan más independientes, ya que como señala el Código Conthe, los consejeros independientes deberían velar por la representación en el consejo de aquellas participaciones minoritarias¹⁸.

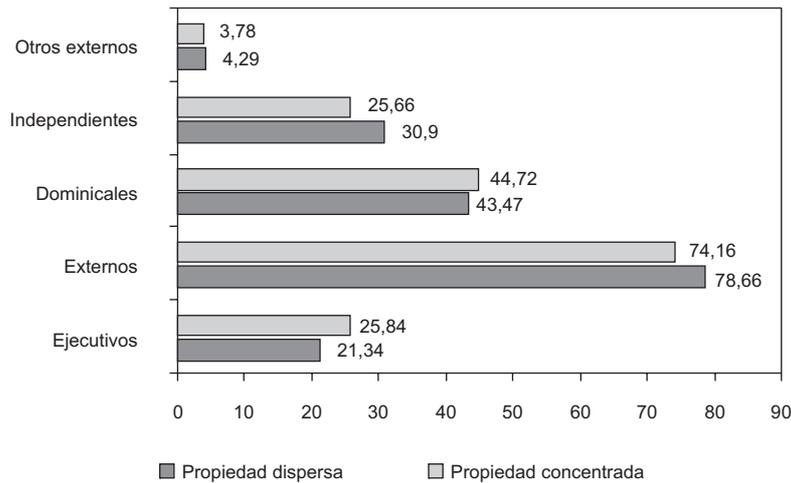
Por tanto se observa que según cuáles sean las necesidades de supervisión —en este caso en función del nivel de concentración de la propiedad— será necesario incorporar un porcentaje mayor o menor de consejeros independientes. Así, en aquellas empresas con menor concentración del capital y por tanto mayores necesidades de control, será necesario incorporar una mayor proporción de independientes —que implicará también una mayor presencia de externos— con el objetivo de garantizar una supervisión más eficaz.

¹⁶ La participación de capital del principal accionista recoge tanto las acciones directas como indirectas.

¹⁷ Para la muestra total de empresas, la participación media del principal accionistas se sitúa en un 35,95 por 100. También se ha replicado el análisis tomando como punto de corte participaciones superiores o inferiores al 50 por 100 del capital, obteniéndose resultados equivalentes.

¹⁸ Dicha recomendación se recoge en el Cuadro 1.

GRAFICO 5
COMPOSICIÓN DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN EN ESPAÑA
SEGÚN LA CONCENTRACIÓN DEL CAPITAL
(En %)



FUENTE: Datos de los Informes de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales elaborados por la CNMV (2004-2007).

Determinantes de la estructura de los consejos de administración: análisis conjunto

Tras haber analizado en los apartados anteriores la relación entre la estructura de los consejos de administración y el tamaño de la empresa, su madurez, las características de la industria y su estructura de propiedad, en este apartado se presenta un estudio conjunto de dichos factores. El objetivo de este análisis es examinar cuál es el efecto de cada uno de estos elementos sobre el tamaño y la composición de los consejos de administración cuando se controla por el resto de factores. Para llevar a cabo este análisis se han definido las dos regresiones que se muestran a continuación:

$$T\tilde{N}OCJO = \alpha + \beta_1 T\tilde{N}O + \beta_2 MADUREZ + \beta_3 INT.INNOVAC. + \beta_4 PRALACC + \sum_{i=1}^7 \delta_i DummyIndustria + \sum_{i=1}^3 \gamma_i DummyAño$$

$$INDPTES = \alpha + \beta_1 T\tilde{N}O + \beta_2 MADUREZ + \beta_3 INT.INNOVAC. + \beta_4 PRALACC + \sum_{i=1}^7 \delta_i DummyIndustria + \sum_{i=1}^3 \gamma_i DummyAño$$

El Cuadro 3 recoge la definición de las variables incluidas en el modelo.

Para realizar la estimación de estas regresiones se ha utilizado la metodología de datos panel planteando un

CUADRO 3
DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES

Denominación	Variable	Definición
TÑO CJO	Tamaño del consejo	Logaritmo del número de miembros que componen el consejo de administración
INDPTES	Consejeros externos independientes	Porcentaje de consejeros independientes sobre el total de miembros del consejo de administración
TÑO	Tamaño de la empresa	Logaritmo del promedio del volumen de activos en la fecha de referencia y los dos ejercicios previos
MADUREZ	Madurez de la compañía	Dummy que vale 1 si la empresa pertenece al 4.º cuartil de las observaciones ordenadas por edad de la compañía (empresa madura), y 0 en caso contrario (cuartiles 1, 2 y 3, empresa joven)
INT. INNOVAC.	Intensidad en innovación	Dummy que vale 1 si la empresa pertenece al 4.º cuartil de las observaciones ordenadas según el porcentaje que representa el gasto en actividades innovadoras sobre la cifra de negocios (alta intensidad innovación), y 0 en caso contrario (cuartiles 1, 2 y 3, baja intensidad innovación)
PRAL ACC	Principal accionista	Porcentaje de propiedad en manos del principal accionista considerando tanto la participación a través de acciones directas como indirectas

FUENTE: Elaboración propia.

modelo de efectos fijos. Para ello se ha optado por la aplicación de estimadores de Mínimos Cuadrados Generalizados Factibles (*Feasible Generalized Least Squares*, FGLS) para solucionar los problemas de autocorrelación y heterocedasticidad.

Tal y como se observa en el Cuadro 4 los resultados del análisis descriptivo, realizado en los apartados anteriores, se mantienen en gran medida al plantear la estimación de las regresiones definidas. Respecto al tamaño del consejo, se observa que conforme la empresa es más grande y madura se establecen consejos de mayor tamaño, lo que puede deberse a la existencia de una mayor necesidad de asesoramiento. Por otro lado, el tamaño del consejo es menor si existe un alto grado de concentración de la propiedad¹⁹.

¹⁹ Para explicar la relación negativa entre la concentración de la propiedad y el tamaño del consejo puede ser útil el argumento proporcionado en DENIS y DENIS (1994). Estos autores sugieren que los accionistas mayoritarios valoran lo que ellos denominan «control

En relación con la composición del consejo, se observa que existe un incremento en el porcentaje de independientes si la empresa es grande, debido a la mayor necesidad de asesoramiento que se genera. Por otra parte, se observa que las empresas más maduras se muestran más reticentes a incorporar consejeros independientes, tal y como refleja la relación negativa hallada entre estas variables. Asimismo, se observa que ante la existencia de un alto grado de concentración del capital se incorporan menos independientes al consejo, debido a la menor necesidad de control que se genera.

unilateral», de forma que optan por consejos más pequeños para ejercer dicho control. Este argumento implica, por tanto, que en aquellos casos en los que el principal accionista reúne una gran cantidad de poder, prefiere que el consejo sea pequeño para así poder dominarlo sin obstáculos, ya que se enfrentará en la toma de decisiones a un menor número de consejeros que puedan oponerse a él. Asimismo, BAGLIONI y COLOMBO (2009) comentan que los grandes accionistas pueden estar interesados en definir una estructura de consejo que les permita ejercer un control cerrado sobre la empresa con el objetivo de extraer beneficios privados y, por tanto, pueden preferir consejos más pequeños.

CUADRO 4
COEFICIENTES Y SIGNIFICATIVIDAD
(N = 171, T = 4)*

Variable	TÑO CJO	INDPTES
(Constante)	0,219 (0,000)	-13,590 (0,060)
TÑO	0,148 (0,000)	2,216 (0,000)
MADUREZ	0,042 (0,025)	-4,917 (0,000)
INT. INNOVAC.	-0,019 (0,187)	-1,021 (0,250)
PRAL ACC	-0,003 (0,000)	-0,127 (0,000)
Dummy Sector 1	0,247 (0,000)	19,821 (0,001)
Dummy Sector 2	0,237 (0,000)	24,229 (0,002)
Dummy Sector 3	0,256 (0,000)	24,265 (0,000)
Dummy Sector 4	0,281 (0,000)	25,009 (0,000)
Dummy Sector 5	0,419 (0,000)	13,351 (0,038)
Dummy Sector 6	0,357 (0,000)	14,416 (0,028)
Dummy Sector 7	0,229 (0,000)	21,328 (0,001)
Wald Chi2	8.291,68 (14)	196,46 (14)
Prob > Chi2	0,0000	0,0000
R ²	0,5204	0,0917
N.º observaciones	587	587

NOTA: * Los modelos también incluyen *dummies* temporales. Asimismo, se han realizado pruebas incluyendo en los modelos cada una de las variables explicativas por separado en las respectivas regresiones obteniéndose resultados similares a los que aquí se presentan.
FUENTE: Elaboración propia.

Con respecto al grado de intensidad de innovación, al controlar por el resto de factores, se observa que esta variable no resulta estadísticamente significativa en ninguna de las regresiones, quizás porque su efecto quede recogido a través de las distintas *dummies* sectoriales. En este sentido, destacar la significatividad de todas las variables *dummy* que recogen el efecto de la industria, lo cual indica la influencia del sector sobre el tamaño y la composición de los consejos.

Por último, se ha tenido en cuenta la posible relación que pueda existir entre las dos variables dependientes del estudio (el tamaño del consejo y el porcentaje de independientes). Para ello se ha incluido en cada una de las regresiones la otra variable dependiente como variable explicativa. Los resultados recogidos en el Cuadro 5

indican que ambas variables mantienen una relación positiva y significativa, mientras que se mantienen el resto de los resultados del análisis previo.

Por todo ello, tanto el análisis descriptivo realizado en primer lugar como el posterior análisis econométrico señalan la importancia de considerar las características de la empresa y de su entorno a la hora de explicar la heterogeneidad en la configuración de los consejos de administración. En este sentido, tanto el tamaño como la madurez de la empresa, las características de la industria así como la estructura de propiedad, influyen en gran medida en el tamaño y la composición de los consejos de administración en España.

5. Reflexiones finales

Los consejos de administración —a través de las funciones de asesoramiento y supervisión— constituyen en principal órgano de gobierno de las sociedades anónimas españolas y contribuyen a mitigar el problema de agencia originado en las mismas por la separación de la propiedad y el control. A pesar de que existen planteamientos a favor de determinadas estructuras de consejo que se consideran óptimas para todas las compañías —consejos pequeños con un alto porcentaje de independientes— existe una corriente alternativa —basada en el enfoque de endogeneidad— que considera que cada compañía establece el tamaño y la composición de su consejo en función de una serie de factores internos y externos. Para contrastar la idea anterior, se ha analizado una muestra de 171 empresas españolas durante los años 2004-2007, poniéndose de manifiesto una importante heterogeneidad en lo referente a la estructura de los consejos de administración en España.

Tras comprobar la existencia de una fuerte diversidad en el tamaño y composición de los consejos de administración de las empresas analizadas, el estudio se ha centrado en explorar cómo diversos factores básicos representativos de la empresa y su entorno influyen en el tamaño y la composición de los consejos. Los principales resultados se recogen en el Cuadro 6.

CUADRO 5
Coeficientes y significatividad (N = 171, T = 4)*

Variable	TÑO CJO	INDPTES
(Constante)	0,176 (0,004)	-15,821 (0,030)
TÑO	0,147 (0,000)	1,116 (0,016)
MADUREZ	0,067 (0,000)	-3,319 (0,009)
INT. INNOVAC.	-0,013 (0,279)	-1,155 (0,152)
PRAL ACC	-0,002 (0,000)	-0,109 (0,000)
INDPTES	0,001 (0,000)	—
TÑO CJO	—	6,709 (0,000)
Dummy Sector 1	0,228 (0,000)	19,735 (0,001)
Dummy Sector 2	0,228 (0,000)	23,250 (0,003)
Dummy Sector 3	0,247 (0,000)	25,635 (0,000)
Dummy Sector 4	0,247 (0,000)	26,325 (0,000)
Dummy Sector 5	0,409 (0,000)	11,574 (0,070)
Dummy Sector 6	0,320 (0,000)	12,869 (0,052)
Dummy Sector 7	0,191 (0,000)	20,781 (0,001)
Wald Chi2.	2.476,91 (15)	194,07 (15)
Prob > Chi2	0,0000	0,0000
R ²	0,5180	0,0765
N.º observaciones	587	587

NOTA: * Los modelos también incluyen *dummies* temporales.

FUENTE: Elaboración propia.

De estos resultados se desprende que a partir de las funciones que tiene encomendadas el consejo, cada empresa parece adaptar la estructura de este órgano a sus propias necesidades de asesoramiento y control, las cuáles varían con las características de la empresa y del sector en el que opera.

Por ello, las recomendaciones de buen gobierno deben ser interpretadas, tanto por las empresas como por

los inversores en general, como lo que son, «recomendaciones» o «pautas» que contribuyen a crear un marco que favorece el buen funcionamiento de los consejos de administración. Como se ha constatado en los análisis realizados, la realidad empresarial es muy diversa y, por tanto, el marco general no debe confundirse ni convertirse en un molde rígido al que tenga que adaptarse el gobierno de todas las sociedades cotizadas.

CUADRO 6

PRINCIPALES RESULTADOS OBTENIDOS

Factor analizado	Diferencias significativas	Observaciones
Tamaño de la empresa	En el tamaño del consejo y en el porcentaje de ejecutivos, externos e independientes	Las empresas más grandes, debido a su complejidad, establecen consejos más grandes, con menor porcentaje de ejecutivos y mayor proporción de externos (mayor presencia de independientes)
Edad de la empresa	En el tamaño del consejo y en el porcentaje de dominicales, independientes y otros externos	Las empresas más maduras, debido a su complejidad, establecen consejos más grandes, pero debido a su reticencia al cambio presentan un mayor porcentaje de dominicales a cambio de una menor presencia de independientes
Sector	En el tamaño del consejo y en el porcentaje de ejecutivos, externos, dominicales, independientes y otros externos	Las empresas adaptan el tamaño y la composición de sus consejos atendiendo a las características y peculiaridades del sector
Intensidad innovadora	En el tamaño del consejo y en el porcentaje de ejecutivos y externos, si bien las diferencias desaparecen al controlar por el resto de factores	Las empresas pertenecientes a sectores con un alto gasto en actividades de innovación establecen consejos más pequeños, con un mayor porcentaje de ejecutivos y por tanto menor presencia de externos
Estructura de propiedad	En el porcentaje de ejecutivos, externos e independientes. No existen diferencias significativas en el tamaño del consejo	Las empresas con mayor concentración de capital requieren que el consejo ejerza un menor control y, por tanto, incorporan un porcentaje mayor de ejecutivos y una menor presencia de externos (menor proporción de independientes)

FUENTE: Elaboración propia.

Referencias bibliográficas

[1] ARTHUR, N. (2001): «Board Composition as the Outcome of an Internal Bargaining Process: Empirical Evidence», *Journal of Corporate Finance*, volumen 7, páginas 307-340.

[2] BAGLIONI, A. y COLOMBO, L. (2009): «The Efficiency View of Corporate Boards: Evidence from Italian Listed Firms», *Working Paper*, Instituto di Economia e Finanza, Università Cattolica, Milano, Italy.

[3] BATHALA, Ch. T. y RAO, R. P. (1995): «The Determinants of Board Composition: An Agency Theory Perspective», *Managerial and Decision Economics*, volumen 16, páginas 59-69.

[4] BOONE, A. L.; FIELD, L. C.; KARPOFF, J. M. y RAHEJA, Ch. G. (2007): «The Determinants of Corporate Board Size and Independence: An Empirical Analysis», *Journal of Financial Economics*, volumen 85, número 1, páginas 66-101.

[5] CÓDIGO CONTHE (2006): *Informe del grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas-Código Unificado de Buen Gobierno*, Madrid.

[6] COLES, J. L.; DANIEL, N. D. y NAVEEN, L. (2008): «Boards: Does one Fit All?», *Journal of Financial Economics*, volumen 87, número 2, páginas 329-356.

[7] COMISIÓN ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CÓDIGO ÉTICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDADES (1998): *El gobierno de las sociedades cotizadas-Código de Buen Gobierno (Código Olivencia)*, Madrid.

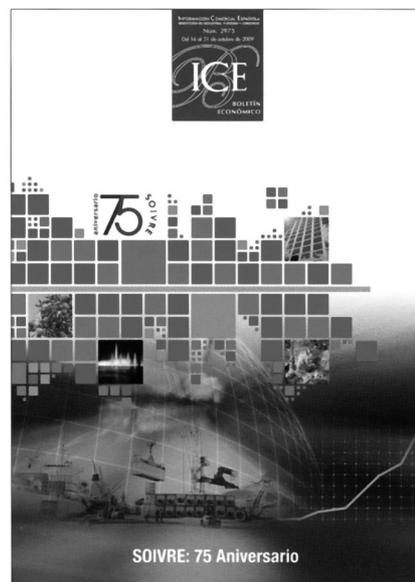
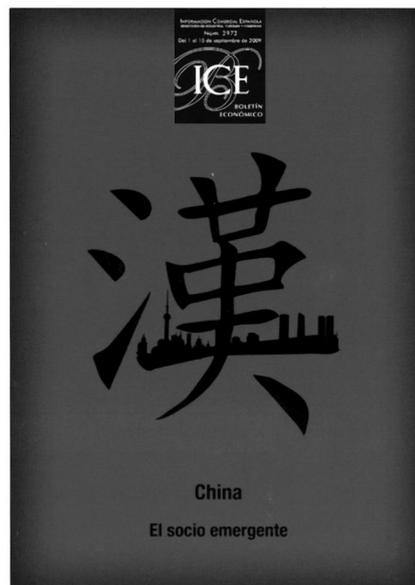
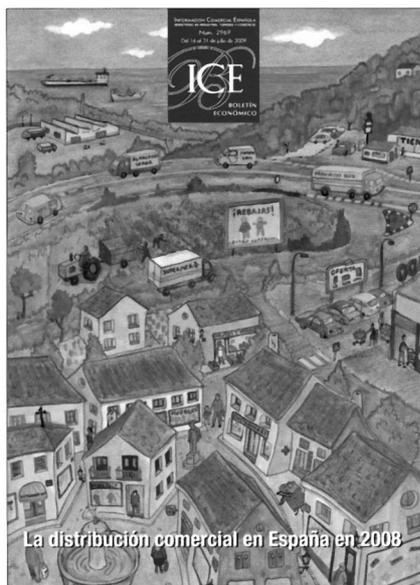
[8] CUERVO, A.; FERNÁNDEZ, A. I. y GÓMEZ, S. (2002): «Mecanismos externos de control de la empresa: el papel de los bancos y el mercado de control en entornos de baja protección del inversor», *Ekonomiaz*, número 50, páginas 54-73.

[9] DALTON, D.; DAILY, C.; JOHNSON, J. y ELLSTRAND, A. (1999): «Number of Directors and Financial Performance: a Meta-analysis», *Academy of Management Journal*, número 42, páginas 674-686.

[10] DE ANDRÉS, P. y RODRÍGUEZ, J.A. (2009): «Friendly or Controlling Boards?», *Documento de Trabajo Funcas*, número 438/2009.

- [11] DENIS, D.J. y DENIS, D.K. (1994): «Majority Owners-managers and Organizational Efficiency», *Journal of Corporate Finance*, volumen 1, páginas 91-118.
- [12] GARCÍA, B. y GIL DE ALBORNOZ, B. (2005): «El Gobierno corporativo y las prácticas de Earnings Mangement: evidencia empírica en España», *Working Paper WP-EC 2005-11*, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.
- [13] GUTIÉRREZ, I.; LLORÉNS, F. J. y ARAGÓN, A. (2000): «Composición del consejo de administración, propiedad y endeudamiento. Relaciones de agencia entre banca e industria en España», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, volumen 29, número 104, páginas 415-441.
- [14] HARRIS, M. y RAVIV, A. (2008): «A Theory of Board Control and Size», *Review of Financial Studies*, volumen 21, número 4, páginas 1797-1832.
- [15] HERMALIN, B. E. y WEISBACH, M. S. (1988): «The Determinants of Board Composition», *The Rand Journal of Economics*, volumen 19, número 4, páginas 589-606.
- [16] HERMALIN, B. E. y WEISBACH, M. S. (1998): «Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of The CEO», *The American Economic Review*, volumen 88, volumen 1, páginas 96-118.
- [17] INFORME ALDAMA (2003): *Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas.*
- [18] JENSEN, M. C. (1993): «The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems», *Journal of Finance*, volumen 48, número 3, páginas 831-880.
- [19] LEHN, K.; PATRO, S. y ZHAO, M. (2004): «Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards: 1935-2000», *Working Paper*, University of Pittsburgh.
- [20] LEY 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas (publicado en BOE, n.º 171, 18 de julio de 2003).
- [21] LI, J. (1994): «Ownership Structure and Board Composition: A Multi-country Test of Agency Theory Predictions», *Managerial and Decision Economics*, volumen 15, número 4, páginas 359-368.
- [22] LINCK, J. S.; NETTER, J. M. y YANG, T. (2008): «The Determinants of Board Structure», *Journal of Financial Economics*, volumen 87, número 2, páginas 308-328.
- [23] LIPTON, M. y LORSCH, J. (1992): «A Modest Proposal for Improved Corporate Governance», *Business Lawyer*, volumen 1, páginas 59-77.
- [24] MAK, Y. y LI, Y. (2001): «Determinants of Corporate Ownership and Board Structure: Evidence from Singapore», *Journal of Corporate Finance*, volumen 7, páginas 235-256.
- [25] MATEU DE ROS, R. (2007): «Los consejeros dominicales y el gobierno de la empresa», *Universia Business Review*, cuarto trimestre, número 16, páginas 10-21.
- [26] MÍNGUEZ, A. y MARTÍN, J. F. (2003): «El consejo de administración como mecanismo de control: evidencia para el mercado español», Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, *Working Paper WP-EC 2003-02*.
- [27] NING, Y.; DAVIDSON, W. y ZHONG, K. (2007): «The Variability of Board Size Determinants: An Empirical Analysis», *Journal of Applied Finance*, volumen 17, número 2, páginas 46-61.
- [28] RECODER, J. C. (2006): «El papel de los independientes en los consejos: una prioridad a nivel mundial», *Boletín Económico, Información Comercial Española*, número 2893, páginas 15-30.
- [29] YANG, T.; LINCK, J. S. y NETTER, J. M. (2004): «A Large Sample Study on Board Changes and Determinants of Board Structure». *Working Paper*.

ÚLTIMOS MONOGRÁFICOS PUBLICADOS



Información:
Ministerio de Industria, Turismo y Comercio
Paseo de la Castellana, 162-Vestíbulo
28071 Madrid
Teléf. 91 349 36 47