

Raquel Ortega-Argilés*
Rosina Moreno*
Jordi Suriñach Caralt*

LA APLICACIÓN DE LOS MECANISMOS DE CONTROL DE LOS PROBLEMAS DE AGENCIA. UN ANÁLISIS DE LAS EMPRESAS MANUFACTURERAS ESPAÑOLAS

Partiendo de la importancia que en los últimos años parece estar tomando la organización interna empresarial y, especialmente, la distribución de la toma de decisiones empresariales, el presente artículo pretende analizar a nivel teórico los principales problemas que pueden surgir en la toma de decisiones empresariales, así como las posibles soluciones o mecanismos que permiten mitigar dichos problemas. El trabajo presenta, además, para una muestra representativa de empresas manufactureras españolas entre 1990 y 2002, cuál ha sido la aplicación y la evolución de estos mecanismos de control por parte de la empresa española, teniendo en cuenta diferentes características internas de la empresa como son el tamaño, el sector de actividad, la madurez empresarial o la localización geográfica.

Palabras clave: estructura de propiedad, mecanismos de control, problemas de agencia.

Clasificación JEL: G32, L2, L6, M14.

1. Introducción

Cada vez más, las empresas están incorporando en sus estructuras empresariales diferentes formas de organizar su actividad interna. En ellas juega especial relevancia la

toma de decisiones empresariales y quién es el sujeto que lleva a cabo dicha labor dentro de la empresa. La apertura a un mercado cada vez mayor con la incorporación de España en la Unión Europea y la necesidad de ampliar el ámbito geográfico de la demanda están haciendo que se adopten estrategias que hagan favorecer el resultado y la expansión de la empresa. En consecuencia, las empresas españolas están empezando a tener unas mayores dimensiones y una competencia mayor en los mercados en los que opera, hecho que les obliga a incorporar a nuevos miembros dentro de los equipos directivos con el fin de do-

* Institut de Recerca en Economia Aplicada (IREA). Grupo de Investigación Anàlisi Quantitativa Regional (AQR). Parc Científic de Barcelona (PCB), Departament de Econometria, Estadística y Economía Española. Universitat de Barcelona (UB).

Los autores agradecen la ayuda facilitada por la DGICYT (Proyecto DGICYTSEC 2002-00165).

tar de mayor especialización a las diferentes tareas que se desarrollan en ellas.

La incorporación de personal externo a la propiedad en las tareas de toma de decisiones empresariales puede hacer surgir problemas debido a la divergencia en los objetivos buscados por el propietario no gerente y por el gerente no propietario (Berle y Means, 1932; Jensen y Meckling, 1976; Rodríguez, 1996, entre otros). La separación efectiva que se produce entre propiedad de la empresa y control de las decisiones gerenciales, como consecuencia de la dispersión del accionariado entre muchos accionistas y la delegación de la capacidad de decisión en el gerente profesional, lleva a que se den problemas de apropiación de rentas de control por parte de los gerentes los cuales actúan en desventaja respecto a los propietarios (Jensen y Meckling, 1979; Galve y Salas, 1992; Milgrom y Roberts, 1992; entre otros). Es por ello que los propietarios pueden llegar a incrementar el control sobre las acciones tomadas por los gerentes con el único objetivo de hacer que la divergencia de intereses tienda a disminuir, de forma que acaben convergiendo en un objetivo común beneficiando tanto a propietarios como a administradores.

En el presente artículo se pretende avanzar en el estudio de los mecanismos que se aplican en la empresa para solventar los problemas de agencia que pueden aparecer en las decisiones empresariales como consecuencia de la separación entre propiedad y control, realizando una aplicación empírica para una muestra de empresas manufactureras españolas en la década de los noventa y primeros años de la década del dos mil. Es necesario tener en cuenta a la hora de estudiar este tipo de cuestiones las características del tejido empresarial español, un tejido diverso con empresas de muy diferente tamaño (Paricio, 1993; Melle y Raymond, 2001; entre otros). En España juegan en el mercado empresas tradicionales marcadas por una dimensión reducida y empresas que han experimentado un gran crecimiento que poseen una mayor dimensión.

El artículo se estructura en cinco partes. Tras la breve introducción para enmarcar el tema, se pasa a analizar el marco teórico relacionado con la estructura de propiedad empresarial. En el tercer apartado se realiza una explicación de los principales problemas que se producen en la organización de la empresa y las posibles soluciones a los mismos. El cuarto apartado describe, para una muestra representativa de las empresas manufactureras españolas, si se ha llevado a cabo la utilización de mecanismos de control para paliar los posibles problemas de agencia. Por último, se presenta un apartado de conclusiones.

2. Marco teórico

La economía clásica tenía como objetivo el estudio de los mecanismos mediante los cuales los agentes económicos podían hacer máximas las potencialidades del entorno. En las últimas décadas ha resurgido una literatura que pretende estudiar dichas potencialidades a nivel de la empresa. Esta literatura de carácter microeconómico pretende analizar no tanto las ventajas adquiridas del entorno geográfico o competitivo de las empresas, sino las que nacen en la organización interna de la misma, descubriéndose la importancia de aspectos relacionados con la estructura de la organización, como la propiedad o el modo de estructurar la toma de decisiones empresariales. Rompiendo algunos esquemas de la economía clásica, se han propuesto metodologías analíticas y desarrollado teorías para facilitar la comprensión del modo de organizar la toma de decisiones, tomándose el estudio de una economía basada en las organizaciones (*Organizational Economics*) como mecanismo alternativo al puro «mercado».

Partiendo del famoso trabajo de Berle y Means (1932) donde se destacaban los problemas de la separación entre propiedad y control, la teoría de la Empresa Gerencial¹ (*managerial firm*) enfatiza que los gerentes tie-

¹ Se entiende por «empresa gerencial» aquella que posee personal externo en puestos de dirección.

nen considerable autonomía para perseguir sus propios intereses, aun cuando estos intereses entren en conflicto con los intereses de los accionistas. La empresa gerencial se enfrenta a las mismas posibilidades de producción que la capitalista, pero reduce su rentabilidad debido a que la función objetivo de los gerentes lleva a un tamaño mayor que el que maximiza el beneficio por la diferencia entre las funciones objetivos de los propietarios y de los gerentes (Baumol, 1959; Marris, 1964).

Las teorías de la empresa gerencial fueron fundamentadas más rigurosamente por la teoría moderna de la información, que explicó las razones por las cuales los propietarios tenían que delegar responsabilidades en los gerentes, y por qué sólo imperfectamente podían controlar las acciones de estos últimos (Stiglitz, 2002).

Por otra parte, la Teoría Económica de las Organizaciones acoge a una serie de teorías que se centran en el estudio de las diferentes características de la organización y la toma de decisiones empresariales. La estructura de la propiedad y control y el diseño organizativo influyen sobre la eficiencia productiva. Es decir, dos empresas de igual tamaño pero diferente estructura de propiedad pueden tener diferentes resultados si los costes organizativos de una son mayores que los de la otra. Entre las teorías que componen la teoría económica de las organizaciones destacan principalmente la teoría de las burocracias jerarquizadas, la teoría de los costes de transacción y la teoría de la agencia.

En relación a la Teoría de la Agencia, su aplicación a la empresa donde existen diferentes tipos de propietarios, accionistas y acreedores que se relacionan a su vez con un administrador no propietario, reconoce expresamente el conflicto de intereses que existe entre todos ellos y recurre a los contratos para tratar de superarlo, respetando los límites impuestos por la información disponible. La estructura contractual elegida incide directamente sobre la eficiencia afectando a la función de producción, debiéndose contemplar como un elemento más de la misma. Aproximarse a la gran empresa real requiere no sólo reconocer los objetivos en conflicto de propietarios y gestores cambiando la función objetivo de la empresa, sino que además

es necesario incorporar una nueva formalización de la función de producción (Jensen y Meckling, 1979).

Según Salas (2002), una de las áreas donde la asimetría está presente es la de las relaciones entre inversores y directivos: la delegación de la capacidad de decisión en los directivos por parte de los titulares de la deuda y acciones, sobre el uso de los fondos financieros que aportan a la empresa, responde razonablemente al supuesto de que los directivos están mejor informados que los inversores sobre proyectos concretos que merecen ser impulsados. Pero abre también las puertas al conflicto de intereses entre inversores y directivos dando lugar a los «problemas de agencia» que fueron el paradigma de la investigación sobre finanzas corporativas durante los ochenta (Jensen y Meckling, 1976; Shleifer y Vishny, 1997).

Podríamos definir una «relación de agencia», según Salas (1996), como la relación que surge cuando una persona, denominada principal, encarga a otra, denominada agente, la realización de una tarea o la toma de decisiones en beneficio de la primera, a cambio de una remuneración y otorgándole amplia capacidad de decisión. La parte fundamental que explica la relación de agencia es la asimetría informativa, dado que el agente dispone de información especializada sobre su trabajo a la que el principal no tiene acceso.

Contrariamente a lo que sucede en los contratos explícitos, en los contratos implícitos el principal no puede conocer con precisión la cantidad y calidad de trabajo de un agente y, por tanto, no puede establecer los incentivos en función de ello. Ello le obliga a aumentar los recursos invertidos en el control de los agentes. La tasa de rentabilidad de los recursos invertidos en el control de agentes disminuye después de cierto nivel y, en la mayoría de los casos, no es rentable tratar de controlar todos los comportamientos oportunistas implícitos. Por ello, se define el «coste de agencia» como la pérdida de eficacia en la toma de decisiones debida al hecho que el principal no sabe si el agente ha tomado su decisión final por ser la más eficiente o si, por el contrario, pudiera haber tomado otra más eficiente pero no lo ha acabado haciendo.

3. Asimetrías informativas en la empresa. Problemas y soluciones

Los problemas de la asimetría informativa en la empresa

Uno de los problemas relacionados con la asimetría informativa y motivacional es el riesgo moral (Holstrom, 1979). El riesgo moral es un problema de incentivos. Ocurre cuando una persona no es recompensada por lo que hace o cuando no tiene que pagar todos los costes de sus actos. Podemos identificar una situación de riesgo moral como una situación en la que concurren las siguientes circunstancias:

- Primero, debe haber una potencial *divergencia de intereses entre las partes*. Los conflictos de intereses no siempre aparecerán, ni lo harán en todas sus dimensiones. Incluso los diferentes intereses individuales pueden, desde luego, estar bastante bien armonizados en determinadas circunstancias. No obstante, los conflictos ocurrirán con frecuencia, aunque sólo fuera porque la escasez de los recursos significa que lo que tiene una persona no puede tenerlo otra, lo cual ocurre siempre que existe separación entre propiedad y gestión de la empresa.

- Segundo, debe haber *bases para intercambios provechosos* u otra forma de cooperación entre los individuos que activen los intereses divergentes. Hasta este punto, los simples arreglos de mercado funcionarían: la divergencia de intereses es un factor presente en casi todos los intercambios y, sin embargo, los intercambios suelen realizarse bastante bien, sin que se vean interferidos por el riesgo moral.

- Tercero, debe haber *dificultades para determinar si, en la práctica, los términos del contrato han sido respetados* y para exigir su cumplimiento. Estas dificultades aparecen con frecuencia porque el seguimiento de las acciones o la verificación de la información transmitida es costoso o imposible, existiendo asimetrías informativas.

Jensen y Meckling (1976) apuntaban ya los problemas que podrían surgir por la no identidad entre directi-

vos o administradores, debido a las discrepancias en sus funciones objetivos, las posibles asimetrías informativas y los problemas de riesgo moral. Entre otras, podríamos decir que las causas de dichas discrepancias se dan básicamente porque los administradores:

- persiguen maximizar su función de utilidad que consistiría en mantener o aumentar la retribución fija que consiguen de su salario. En ocasiones llevan a cabo consumos desorbitados que repercuten de forma negativa en los fondos propios o en el flujo de tesorería que se podría reinvertir en proyectos de mayor valor añadido,

- los gerentes poseen un conocimiento mayor que los propietarios. Los inversores tienen información de carácter limitada o imprecisa, hecho que hará posible que los gerentes intenten orientar sus decisiones con el objetivo de favorecer sus propios intereses, aun a costa de reducir el valor de mercado de las acciones de la empresa y, por lo tanto, la riqueza de los accionistas,

- tienen un conocimiento mayor en muchos campos, lo que podría hacer que se involucraran en proyectos de inversión más punteros, que un propietario con un menor conocimiento no vería viable,

- debido a que no son propietarios, no están identificados con el gasto, por lo que puede que lleven a cabo proyectos arriesgados dándose problemas de «sobreinversión»;

mientras que los propietarios:

- persiguen el objetivo de la maximización de beneficios mediante el menor coste,

- no poseen, en la mayoría de casos, un conocimiento muy fuerte de los adelantos tecnológicos,

- las dos razones anteriores pueden llevar a problemas de «subinversión» en muchos casos, y de pérdidas de eficiencia por no llevarse a cabo proyectos de alto riesgo y resultado no claro.

La separación de funciones en las modernas corporaciones presenta indudables ventajas asociadas a la especialización de funciones. Pero también, trae asociada una serie de inconvenientes debido al conflicto de intereses. En sociedades caracterizadas por un

control difuso de su propiedad se llevan a cabo comportamientos oportunistas por parte de los gerentes, por la carencia de control de sus acciones debido a la propiedad difusa.

Una solución al problema: los mecanismos de control

Con el objetivo de hacer posible que la finalidad objetiva de la organización y la finalidad subjetiva de los miembros de la misma lleguen a converger en un objetivo común, se puede optar por establecer un «sistema de control». Este sistema tendrá los mecanismos necesarios y específicos para motivar a los diferentes agentes que forman parte de la organización a perseguir objetivos comunes. La separación de las funciones entre administradores y propietarios lleva a lo que hemos definido con anterioridad como un problema de agencia. Con el fin de paliar estos problemas surgidos de la no-supervisión directa por parte del propietario de la acción ejercida por el agente (administrador o gerente), se establecen unos mecanismos para paliar dichos problemas, entre los que destacan los siguientes:

- *Participación de la propiedad en las tareas de toma de decisiones.* Este mecanismo actúa como control explícito o directo sobre las acciones realizadas por el gerente. La incorporación de propietarios en puestos de toma de decisiones reduce las políticas «subóptimas» de inversión modificando el mal uso que el gerente pueda hacer de los fondos propios de la empresa. Sin embargo, este mecanismo en ocasiones puede llegar a ser un inconveniente debido a que los propietarios, en general, no tienen una elevada experiencia en este tipo de funciones, haciendo que no se lleven a cabo proyectos que pudieran favorecer el crecimiento futuro de la empresa debido a la falta de conocimiento por parte de los mismos.

- *Concentración de la propiedad.* El mecanismo de concentración de la propiedad en pocas manos actúa sobre el mal uso que la dirección puede realizar de los recursos destinados a la inversión. Contribuye a ali-

near los intereses del equipo directivo con los del grupo de accionistas, lo cual debería traducirse en un menor recurso al endeudamiento y una mayor contribución a reducir las políticas «subóptimas» de inversión, reduciendo las inversiones de elevado riesgo. La mayoría de autores concluyen en sus estudios que si bien la concentración es un mecanismo que hace reducir el problema de la agencia, puede que aleje a la empresa de los beneficios que le reporta una mayor especialización (Burkart, *et al.*, 1997; Hill y Snell, 1988).

- *Dotación al gerente de parte del capital de la empresa.* Este mecanismo actúa como incentivo para que el gerente opte por una actitud más involucrada en la empresa, con el fin de que las funciones objetivas de la dirección y la propiedad sean más similares. Según Azofra *et al.* (1995), el análisis de la relación entre la participación directiva en el capital y los resultados de la empresa constituye un *test* de gran importancia a la hora de contrastar las denominadas hipótesis de convergencia y atrincheramiento. Mientras la primera de ellas preconiza un incremento en el rendimiento empresarial conforme aumenta la participación directiva en el capital produciéndose la convergencia de intereses entre dirección y propiedad, la segunda mantiene que a partir de cierto umbral dicha tendencia se invertirá ya que los gerentes utilizarán su mayor participación en la empresa como mecanismo de «atrincheramiento» y protección frente a las amenazas e intereses del resto de accionistas.

- *Financiación en forma de deuda.* El mecanismo de financiación en forma de deuda obliga al administrador a liberar los recursos libres que la empresa ha generado con el fin de devolver la deuda. Además, al control que se puede ejercer por parte de los propietarios se le añade un control externo por parte de los tenedores de la deuda, los cuales no permitirán que ésta se destine a un uso con un fin indeterminado o excesivamente arriesgado. Sin embargo, algunos autores como Azofra *et al.* (1995), argumentan que este mecanismo puede tener un efecto ambiguo, pues si

bien un incremento en el nivel de endeudamiento pudiera acentuar el conflicto entre accionistas y obligacionistas, al mismo tiempo permite mitigar las divergencias de interés entre accionistas internos y externos a la dirección y transmitir una información valiosa sobre las expectativas de la empresa.

- *Mejora del papel y la estructura del Consejo de Administración como controlador o la Comisión de Auditoría.* El Consejo de Administración en muchas de las empresas españolas está directamente relacionado con el propietario, si bien en la mayoría de casos ejerce la labor de vínculo entre los accionistas y el equipo directivo. La supervisión del equipo directivo es sin duda tal y como apuntan Hermanlin y Weisbach (1991) su principal tarea. El potenciar la figura de los consejeros independientes constituye una cuestión clave.

- *Refuerzo de la responsabilidad de los inversores institucionales en cuestiones de gobierno de la empresa.* Según Diamond (1984) los inversores institucionales poseen capacidad para controlar las acciones ya que tienen una gran experiencia en este campo y ejercen actividades como si se tratara de economías de escala. En España tienen poca presencia hasta el momento.

Hasta este punto se han analizado lo que se ha llamado comúnmente mecanismos de control de tipo interno, si bien existen también otros mecanismos de tipo externo que vale la pena resaltar puesto que ejercen también una labor añadida a las acciones tomadas por los propietarios para controlar la buena gestión de sus directivos:

- *Cotización en bolsa o mercado de capitales.* La cotización por parte de la empresa en bolsa ejerce una labor de control sobre las acciones llevadas a cabo en la empresa por parte de los accionistas. Mediante este tipo de acciones se pretende que sea el mercado quien actúe de controlador externo a las posibles acciones que se desvíen de la maximización de los beneficios. De esta manera, se reducen las asimetrías en la información (Fama y Jensen, 1983; Demsetz, 1983; Shiv-

dasani, 1993, entre otros). El trabajo de Holl (1977) apunta que unos directivos que no busquen la maximización de los rendimientos para los accionistas verán ese hecho reflejado, lógicamente, en una reducción del precio de las acciones de la empresa; si como consecuencia de ello el valor de mercado de la empresa cae en relación con el valor descontado de los rendimientos de su capital económico, resultará tentador para terceros ajenos a la empresa comprar acciones, tomar su control y corregir su gestión de forma que se eleve el valor de las acciones.

- *Mercado de directivos o mercado de capital humano.* Como apuntan Fama (1980) y Lozano *et al.* (2004), la competencia que se lleva a cabo en el mercado de trabajo puede contribuir a solucionar los problemas de agencia entre accionistas y directivos en la empresa, evaluando a los directivos en función de su gestión dentro de la empresa. El mercado de directivos contribuye al relevo de los altos directivos cuando éstos sean ineficientes, ya que es el mercado de capital humano el que hace que en función de su prestigio y de su cotización éstos sean relevados o no. En principio, cabría esperar que el relevo de los directivos debido a la deficiencia de los resultados empresariales conseguidos por éstos llevara a que se dieran mejoras en los resultados obtenidos.

- *El mercado de productos o de bienes y servicios.* Puede actuar presionando para hacer que la actuación de la empresa sea la de maximizar beneficios y ello se consigue mediante la supervivencia en mercados competitivos.

Además, si bien no es el objetivo de análisis de este artículo, existen otro tipo de controles externos ejercidos por las firmas de auditoría, la banca de inversión o las agencias de *rating* que también ejercen una presión sobre la posible desviación por el directivo de la maximización de beneficios. Si bien, hay que tener en cuenta que España es un país con un mercado de capitales poco desarrollado y donde los mecanismos de gobierno predominantes son internos (Leech y Manjón, 2002).

4. Identificación empírica de los mecanismos de control en el caso de la empresa manufacturera española

El objetivo de este apartado consiste en identificar para una muestra representativa de las empresas manufactureras españolas si se ha llevado a cabo la utilización de mecanismos de control para controlar los posibles problemas de agencia y, si es así, cuáles son los mecanismos más extensamente aplicados.

Muestra

La base de datos empleada es la Encuesta sobre estrategias empresariales (ESEE) que elabora la Fundación Empresa Pública por encargo del actual Ministerio de Ciencia y Tecnología (antiguo Ministerio de Industria y Energía). El Programa de Investigaciones Económicas de la Fundación Empresa Pública diseña la encuesta, supervisa su realización anual y mantiene la base de datos. La ESEE es una investigación estadística que encuesta anualmente a un panel de empresas representativo de las industrias manufactureras en España.

Respecto a su cobertura, la población de referencia de la ESEE son las empresas con 10 o más trabajadores de lo que se conoce habitualmente como industria manufacturera. El ámbito geográfico de referencia es el conjunto del territorio nacional, y las variables tienen dimensión temporal anual. Una de las características más destacadas de la ESEE es su representatividad. La selección inicial de empresas se realizó combinando criterios de exhaustividad y de muestreo aleatorio. En un primer grupo se incluyeron las empresas de más de 200 trabajadores, a las que se requirió exhaustivamente su participación. Un segundo grupo quedó formado por las empresas con empleo comprendido entre 10 y 200 trabajadores, que fueron seleccionadas por muestreo estratificado, proporcional con restricciones y sistemático con arranque aleatorio. Se trata de un muestreo aleatorio de los cruces de

las 21 actividades CNAE manufactureras a dos dígitos y cuatro intervalos de empleo: 2-10, 21-50, 51-100 y 100-200 trabajadores. La ESEE dispone de datos de las empresas españolas desde 1990.

Variables utilizadas

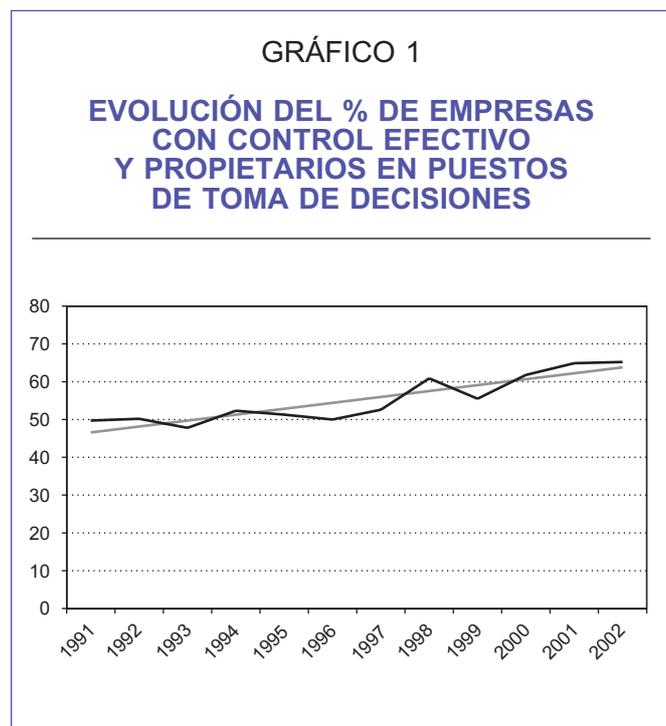
Teniendo en cuenta los objetivos planteados en el apartado anterior, a fin de analizar la utilización por parte de las empresas de distintos mecanismos de control, se han construido las variables de estructura de propiedad y control que se presentan a continuación.

El mecanismo de control directo que pasa por la incorporación de propietarios en puestos de toma de decisiones se analiza mediante la construcción de una variable dicotómica que toma valor 1 en el caso en que existan propietarios o personal no asalariado en puestos de dirección y valor nulo en caso contrario. Esta variable recogería la información sobre hasta qué punto se incorporan supervisores de las acciones realizadas por el gerente.

Con el fin de observar la aplicación del mecanismo de concentración de la propiedad se ha considerado una variable categórica que clasifica a las empresas como de control difuso cuando todas las empresas que se reparten el capital de la misma poseen participaciones inferiores al 50 por 100 y de control efectivo cuando sólo una empresa o grupo posee más del 50 por 100 del capital de la misma.

Para observar el efecto del control externo ejercido por el mercado bursátil se ha construido una variable dicotómica que toma valor la unidad cuando la empresa cotiza en bolsa y valor nulo en caso contrario.

Otro tipo de control externo o indirecto que influye sobre las decisiones tomadas por el gerente es la utilización de financiación externa o en forma de deuda. Para observar el efecto de dicho mecanismo se analizará el ratio del porcentaje de financiación con deuda respecto a la financiación total de la empresa.



Aplicación de los diferentes mecanismos de control por parte de la empresa manufacturera española

Como hemos comentado con anterioridad, las dos situaciones más propicias para encontrarnos con problemas de agencia en la toma de decisiones empresariales son la incorporación de personal externo a la propiedad en puestos de dirección (situación que designaremos como *manager control*) y la situación en la que la propiedad se encuentra repartida entre muchos propietarios de manera no significativa (situación de control difuso). Según el Gráfico 1, en el que se realiza un análisis de la evolución del porcentaje de empresas que poseen una situación de concentración elevada de la propiedad (situación que designaremos como control efectivo) y propietarios en puestos de toma de decisiones (situación de *ownership control*), se puede observar cómo un gran porcentaje de empresas, entre el 50 por 100 y el 65 por 100, podrían es-

tar utilizando mecanismos de control para paliar sus problemas de agencia. Además, se puede observar cómo este porcentaje ha experimentado un aumento, si bien muy ligero, a lo largo de los años analizados. Para analizar más detenidamente la aplicación de estos mecanismos, en los siguientes subapartados se realiza un estudio de los mismos teniendo en cuenta aspectos tan importantes como el tamaño o la madurez empresarial de las empresas analizadas.

Participación de la propiedad en puestos de toma de decisiones

Como hemos visto hasta el momento, la separación de funciones entre propiedad y control es una de las principales causas que pueden provocar problemas de agencia en las decisiones empresariales. Vamos a analizar cómo ha evolucionado a lo largo de los años de la muestra este mecanismo y qué diferencias ha experimentado teniendo en cuenta características empresariales como el tamaño empresarial o la etapa de madurez. Además, se tendrán en cuenta las diferencias existentes entre sectores de actividad y comunidades autónomas.

En primer lugar, analizamos la distribución de empresas de la muestra entre tipos de toma de decisiones (*ownership control* vs. *manager control*) en función del tamaño empresarial. En el Gráfico 2 se analiza la evolución a lo largo del tiempo del porcentaje de empresas en que se lleva a cabo cierto control empresarial por parte de los propietarios diferenciando entre empresas de pequeño y gran tamaño (empresas de tamaño menor o igual a 200 trabajadores y empresas de más de 200 trabajadores, respectivamente)². En concreto nos centramos en la evolución de la categoría «*ownership control*», la cual recoge la información sobre las empresas que han incorporado propietarios como supervisores di-

² Para una mayor descripción de la base de datos véase FARIÑAS y JAUMANDREU (1994, 1999).

GRÁFICO 2

EVOLUCIÓN DEL % DE EMPRESAS CON PROPIETARIOS EN PUESTOS DE DIRECCIÓN SEGÚN TAMAÑO EMPRESARIAL

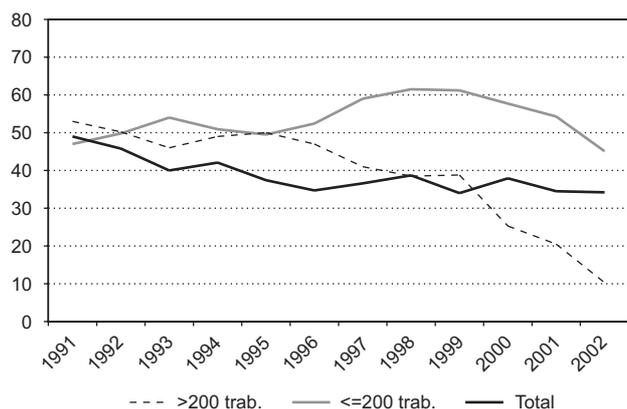
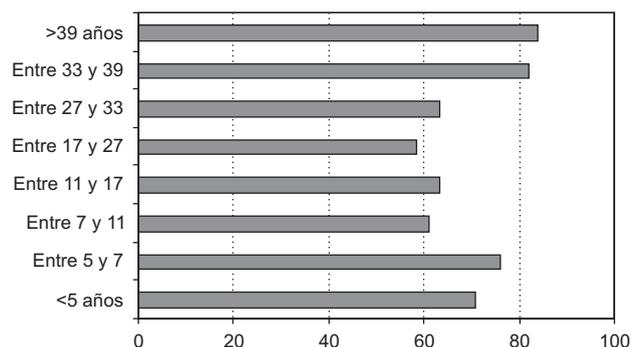


GRÁFICO 3

PORCENTAJE DE EMPRESAS CON PROPIETARIOS EN PUESTOS DE DIRECCIÓN SEGÚN LA ETAPA DE MADUREZ (2000)



rectos de la acción realizada por los directores externos, es decir, se analizan a las empresas en las que se produce una cierta identidad entre propiedad y control empresarial.

Sin distinguir entre tamaños, se observa que este mecanismo de control es utilizado por parte de aproximadamente el 40 por 100 de las empresas manufactureras españolas, con una tendencia ligeramente decreciente a lo largo de la década de los años noventa. Si nos centramos en el tramo de empresas de tamaño menor o igual a 200 trabajadores se observa cómo a lo largo de los años se produce un incremento de empresas que tienen identidad entre propiedad y control en la toma de decisiones, incremento que se estanca en el año 1999 y empieza a descender a partir de entonces. En cuanto a las empresas con un tamaño superior a 200 trabajadores, parece que la tendencia a lo largo de los años es a decrecer. Este hecho, como antes ya se había comentado, podría tener su causa en la mayor especialización de la toma de decisiones de las empresas de mayor tamaño. Por tanto, sobre todo en los últimos años se ob-

serva que este mecanismo parece ser utilizado de forma algo menor, quizá debido a que las empresas, especialmente las de mayor tamaño, optarían por incrementar en los puestos de control a personal externo debido a la mayor especialización en sus tareas.

Uno de los motivos que puede condicionar la incorporación de personal externo en la empresa puede ser la madurez que la empresa posea. En el Gráfico 3 se clasifica a las empresas en función de su edad. Las empresas que presentan un mayor número de propietarios en puestos de toma de decisiones son las empresas que tienen una madurez mayor (con más de 33 años de existencia), es decir, que han sido constituidas más tempranamente. Es significativo que aquellas categorías que parecen presentar porcentajes más elevados de empresas con propietarios en puestos de dirección son aquellas que poseen una madurez más alta o más baja (las más maduras y las de reciente creación). Aquellas empresas que se encuentran en una etapa intermedia del ciclo de vida empresarial presentan una menor utilización de este mecanismo. Se podría obtener una expli-

CUADRO 1

PORCENTAJES DE EMPRESAS CON PROPIETARIOS EN PUESTOS DE DIRECCIÓN Y CONTROL EFECTIVO SEGÚN CC AA

Comunidades Autónomas	% de empresas con propietarios en puestos de dirección			% de empresas con control efectivo		
	1991	1994	2000	1991	1994	2000
Andalucía	53,9	56	66,6	87,1	92,2	89,5
Aragón	70	66,2	67,5	90	89,2	86,8
Asturias	59,2	67,4	70,5	83	88,1	83,7
Baleares.	47,6	37,1	59,1	100	96,9	95
Canarias	55,2	76,9	56	81,5	84	88
Cantabria	78,3	63,6	88,5	95,5	90,91	92,31
Castilla-La Mancha	49,4	43	65,5	94	96,15	94,19
Castilla y León	52,7	61,2	79,3	84,9	91,76	92,39
Cataluña	58,1	57,2	73,1	88,9	91,50	89,74
C. Valenciana.	43,8	43,3	56	91,5	93,33	90,87
Extremadura.	42,9	63,2	73,7	100	100	84,21
Galicia	60,2	45,8	65,5	93,3	95,88	92,86
Madrid	61,8	73	67,1	90	88,58	92,58
Murcia	23,5	40	68,8	91,5	83,67	91,67
Navarra	73,8	78,7	81,6	97,5	95,65	93,88
País Vasco.	67,1	77,3	88	83,4	88	89,47
La Rioja	50	61,1	61,1	87	93,75	88,23
Total	51	57,9	62,1	89,5	91,4	90,7

cación a este hecho en el menor tamaño empresarial que presentan las empresas de menor madurez hecho que hace que la jerarquización sea menor en ellas. De hecho, en la mayoría de casos las empresas de nueva creación, debido a su temprana edad, deciden incorporar trabajadores más especializados para realizar tareas que resultan novedosas para el propietario de la empresa. El paso de los años puede hacer que el propietario tenga un conocimiento mayor de las tareas de gestión y opte por realizar él mismo dichas tareas. Sin embargo, la expansión que pueda llevar a cabo la empresa puede traer aparejada una necesidad de incrementar las plantillas siendo necesario la incorporación de personal externo más cualificado teniendo en cuenta las características de una mayor empresa, así como de los nuevos mercados en los que opere.

En las tres primeras columnas del Cuadro 1, se analiza la evolución del porcentaje de empresas que utilizan el mecanismo de la incorporación de propietarios en puestos de toma de decisiones teniendo en cuenta la Comunidad Autónoma en la que se ubican las mismas. Se puede observar cómo la práctica totalidad de comunidades autónomas experimentan un incremento en el porcentaje de empresas que utilizan el mecanismo de introducción de propietarios en los puestos de dirección como control directo sobre la actuación de los directivos. En cuanto a las diferencias entre niveles se observa que Cantabria, Navarra y País Vasco presentan, especialmente en el año 2000, los mayores porcentajes, mientras que Baleares y Canarias serían las que presentan unos menores porcentajes de empresas con propietarios en puestos de toma de decisiones.

GRÁFICO 4

PORCENTAJE DE EMPRESAS CON PROPIETARIOS EN PUESTOS DE DIRECCIÓN SEGÚN OPORTUNIDAD TECNOLÓGICA

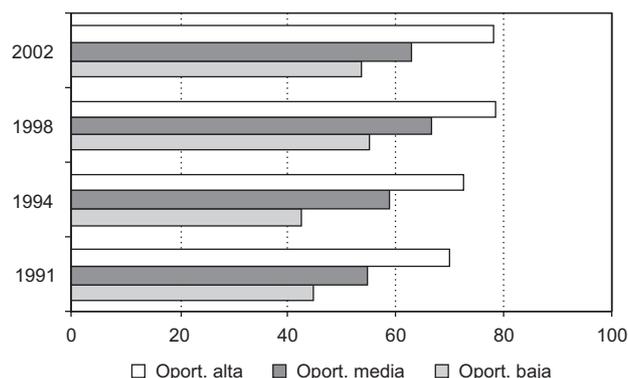
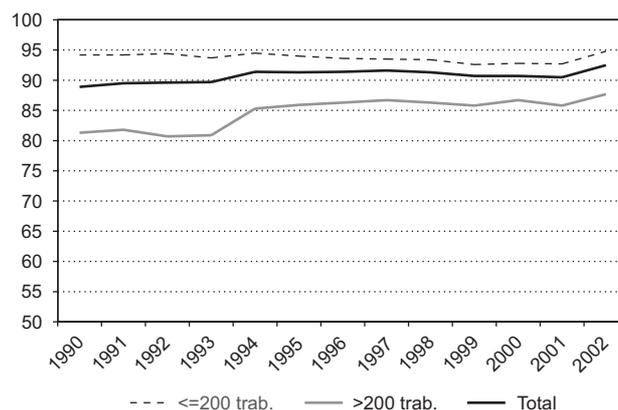


GRÁFICO 5

EVOLUCIÓN DEL % DE EMPRESAS CON CONTROL EFECTIVO SEGÚN TAMAÑO



Cabría esperar que aquellos sectores con un alto contenido tecnológico incorporaran personal especializado en los puestos de toma de decisiones. Para observar más detenidamente este hecho se analizan los diferentes sectores en función de su oportunidad tecnológica³. Como se observa en el Gráfico 4, aquellos sectores que poseen una oportunidad tecnológica mayor poseen porcentajes más elevados de este mecanismo. Si bien podría pensarse que en estos sectores pudiera existir una mayor necesidad de personal especializado en la toma de decisiones, la evidencia empírica demuestra que los

propietarios participan en la toma de decisiones de forma proporcional al comportamiento tecnológico de la actividad de la empresa. Por último, analizando la evolución a lo largo del tiempo todos los sectores parecen haber experimentado un incremento en la incorporación de propietarios en puestos de toma de decisiones, si bien este incremento no parece mantenerse en los últimos años analizados.

Concentración de la propiedad

Con el fin de realizar un análisis de la evolución a lo largo de los años de la muestra del mecanismo de control «concentración del capital», centramos ahora nuestro análisis en el porcentaje de empresas de la categoría «control efectivo», es decir, aquellas empresas que poseen una concentración del capital mayor al 50 por 100 en manos de una sola persona o grupo de empresas.

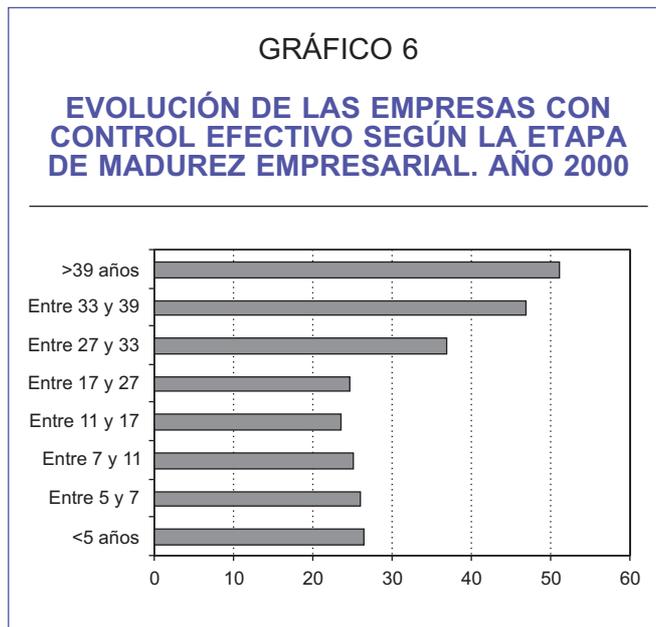
En el Gráfico 5 se analiza el mecanismo de la concentración de la propiedad diferenciando entre empresas de tamaño empresarial grande (mayores de 200 traba-

³ Se han clasificado como sectores de oportunidad tecnológica alta los siguientes: Máquinas de oficina, equipos informáticos, de proceso, óptica y similares; Productos químicos; Maquinaria y equipo mecánico; Maquinaria y material eléctrico y electrónico; Vehículos de motor; Otro material de transporte, Edición y artes gráficas. Como sectores de oportunidad tecnológica media: Industria cárnica; Productos alimenticios y tabaco; Bebidas; Productos de caucho y plástico; Productos de minerales no metálicos; Metalurgia; Productos metálicos. Y como sectores de oportunidad tecnológica baja: Textiles; Cuero y calzado; Industria de la madera; Papel; Muebles y Otras industrias manufactureras.

jadores) y empresas de tamaño pequeño (menores de 200 trabajadores). La primera conclusión a extraer es la amplia aplicación del mecanismo de concentración en la propiedad y su estabilidad a lo largo de los años analizados. La gran concentración en la propiedad de las empresas españolas ha sido analizada en trabajos anteriores llegando a las mismas conclusiones (González y Menéndez, 1993; Galve y Salas, 1992; Azofra y Santamaría, 2000). Centrándonos en los dos tramos de tamaño, las empresas de menor tamaño poseen porcentajes de concentración mayores, los cuales parecen mantenerse en torno al 95 por 100 a lo largo de los años analizados. Analizando las empresas de mayor tamaño, la primera conclusión a extraer es que aunque el porcentaje de concentración de la propiedad en esas empresas se encuentra por debajo del porcentaje observado en las de menor tamaño se trata de un porcentaje muy elevado, que parece ir incrementando, si bien de forma muy ligera, con los años. Algunos de los motivos de la relación negativa entre tamaño empresarial y concentración de la propiedad se podrían encontrar en el trabajo de Galve y Salas (1993), en el cual se apunta que en ocasiones el interés por mantener el control en unas cuantas personas obliga a restringir el crecimiento y adoptar un menor tamaño. Así, según los mismos, el tamaño de la empresa española bajo control efectivo es menor que el de la empresa con control difuso.

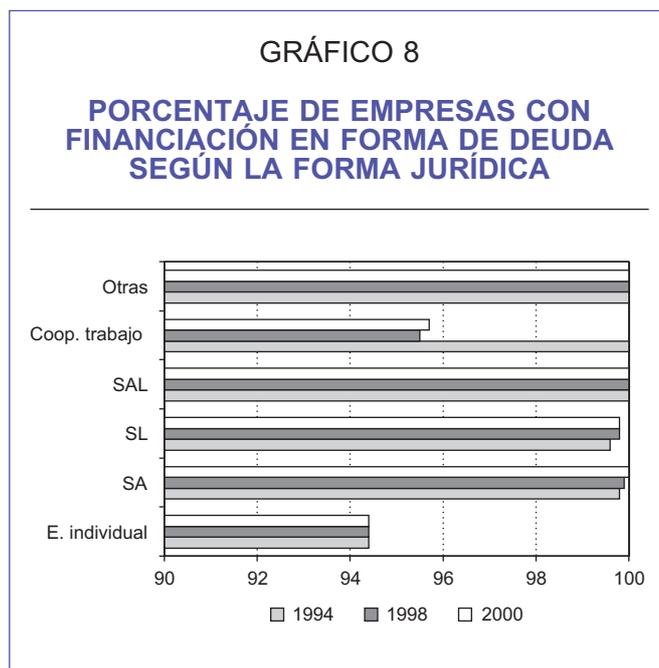
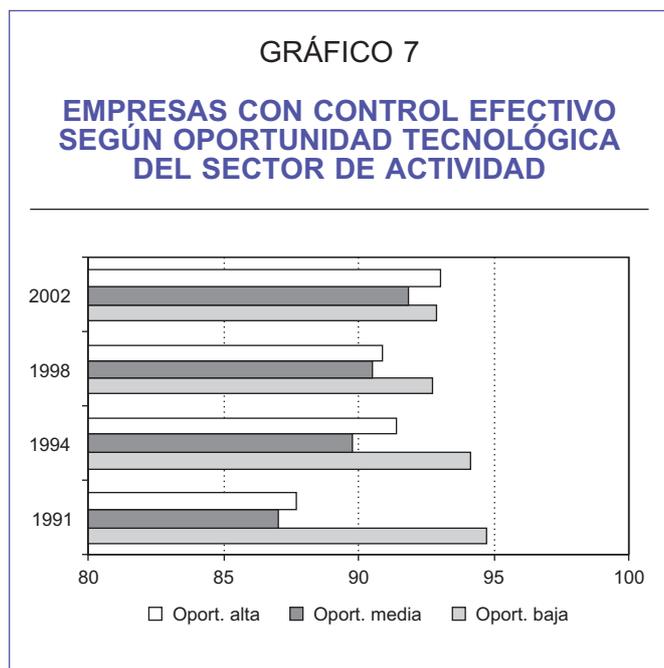
El Gráfico 6 muestra cómo se distribuye el porcentaje de empresas con control efectivo teniendo en cuenta el año de constitución o madurez empresarial de las empresas analizadas. Destaca el hecho que aquellas empresas que poseen una madurez mayor (más de 27 años de existencia) son las que presentan porcentajes más elevados de empresas con alta concentración de la propiedad en pocas manos.

Del mismo modo que se hizo con la incorporación de propietarios en puestos de dirección, para el mecanismo de concentración de la propiedad las últimas tres columnas del Cuadro 1 se incorporan con el fin de ver la utilización de dicho mecanismo en las distintas CC AA. La primera conclusión a extraer es la gran con-



centración que experimentan las empresas españolas en todas las CC AA. Como se puede observar en el cuadro no parece encontrarse un comportamiento homogéneo en la evolución de la concentración de la propiedad teniendo en cuenta la Comunidad Autónoma. Existen comunidades como es el caso de Baleares, Aragón o Navarra que experimentan un descenso en la concentración; sin embargo otras comunidades como Canarias o País Vasco han llevado a cabo medidas de incrementos de concentración de la propiedad en sus empresas.

En cuanto a la utilización del mecanismo de concentración de la propiedad teniendo en cuenta la oportunidad tecnológica del sector de actividad de las empresas analizadas, en el Gráfico 7 se observa que, aquellas empresas que poseen una oportunidad tecnológica menor tienen una concentración mayor de su capital, si bien las empresas de oportunidad tecnológica media o alta también poseen porcentajes elevados. A medida que transcurre el tiempo la concentración parece reducirse levemente en aquellas empresas con oportunidad tecnológica menor, hecho que no parece ocurrir en las empresas con oportunidad tecnológica alta.



Otros factores que podrían llegar a ser mecanismos de control

Otro de los mecanismos más utilizados como control a la gestión de los directivos es la utilización de financiación externa. Este mecanismo es un mecanismo de control indirecto ya que no es la propiedad la que controla las acciones de los directivos, sino que se trata del que cede el capital para la actividad de la empresa que realiza una supervisión sobre la acción ejercida por la dirección. Prácticamente la totalidad de empresas de la muestra utilizan la financiación en forma de deuda (Cuadro 2) lo cual no nos ayuda a determinar si el objetivo de su utilización es una labor de control o se debe a otros fines. Como se puede observar la media para los dos tramos de tamaño analizados es prácticamente la misma, lo cual nos hace concluir que en principio no parecen existir diferencias significativas en la aplicación del mecanismo de la deuda con respecto al tamaño empresarial.

En el Gráfico 8 se realiza el estudio de la evolución del mecanismo de financiación en forma de deuda te-

niendo en cuenta la forma jurídica⁴. La totalidad de formas jurídicas utilizan fuertemente este mecanismo, siendo la empresa individual la que parece contar con un porcentaje menor de empresas con financiación en forma de deuda. Observamos como aun siendo muy elevado el porcentaje de empresas que utilizan la financiación externa éste ha experimentado una reducción considerable en la categoría cooperativa de trabajadores. Se observa, por tanto, que prácticamente todas las empresas requieren financiación externa para realizar sus inversiones. La menor utilización de financiación externa por parte de la empresa individual en comparación con las otras formas jurídicas podría deberse a la debilidad de la estructura financiera de la empresa de reducida dimensión. Obesso y Saiz (1999) destacan tres de los principales motivos de dicha debi-

⁴ La variable forma jurídica clasifica a las empresas teniendo en cuenta su forma legal. Las diferentes categorías que la componen son: empresa individual, sociedad limitada, sociedad anónima, sociedad anónima laboral, cooperativa de trabajo y otras.

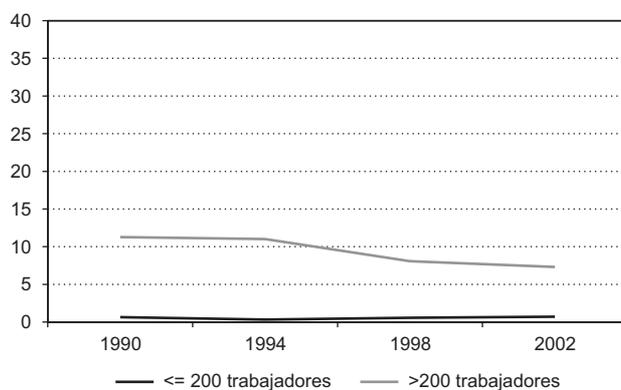
CUADRO 2
PORCENTAJE DE FINANCIACIÓN EN FORMA DEUDA SOBRE LA FINANCIACIÓN TOTAL

Tamaño empresarial	1994			2002		
	Media (%)	Número observaciones	Desv. típica	Media (%)	Número observaciones	Desv. típica
<= 200 trabajadores	59,53	1.173	0,2446	58,12	1.173	0,2401
> 200 trabajadores	55,79	594	0,2121	55,05	535	0,2081
Total	58,27	1.767	0,2348	57,15	1.708	0,2308

lidad: la rigidez del mercado español para incorporar recursos a largo plazo a la PYME, mientras que la gran empresa cuenta con mayores posibilidades de acceder a la Bolsa de valores o de captar capitales; el difícil acceso de las PYME a instrumentos de financiación alternativos al bancario, como la emisión de empréstitos o pagarés, de coste inferior a los créditos; y, por último, los mayores costes y menores períodos de amortización para las operaciones financieras tradicionales de las PYME. La dificultad de evaluar la viabilidad de los planes de inversión de la PYME se sustituye por la exigencia de garantía real o personal y primas de riesgo adicionales.

Otro de los mecanismos que podría ser utilizado por las empresas para mitigar posibles problemas de asimetrías de la información sería la utilización del mercado bursátil o el mecanismo de cotización en bolsa. Como podemos ver en el Gráfico 9, existe una diferencia notable en el porcentaje de empresas que deciden incorporarse al mercado bursátil teniendo en cuenta el tamaño empresarial. Se observa, como era de esperar, que las empresas de mayor tamaño poseen un porcentaje mayor de empresas que cotizan en el mercado bursátil aunque este porcentaje parece haber descendido a lo largo del tiempo. En cuanto a las empresas de tamaño menor se observa que aumenta el porcentaje de empresas que cotizan en el mercado bursátil pero hay que tener en cuenta que el porcentaje es muy reducido.

GRÁFICO 9
PORCENTAJE DE EMPRESAS QUE COTIZAN EN BOLSA EN FUNCIÓN DEL TAMAÑO EMPRESARIAL



No obstante, tal como se ha comentado anteriormente, tanto la financiación en forma de deuda como la cotización en bolsa pueden no ser utilizados como mecanismos de control sino deberse a cuestiones puramente relacionadas con las fuentes de financiación de la empresa. Como se apunta en el trabajo de Bacchetta y Caminal (2000), las empresas a lo largo de su vida optan por distintas alternativas a la hora de desarrollar sus

proyectos de inversión. Las empresas poseen un nivel de fondos internos para invertir en los proyectos y acudirán a la financiación ajena cuando no tengan el capital necesario para realizar la inversión. Cuentan con dos posibles fuentes de financiación externa, por un lado, se encuentran los intermediarios financieros (o entidades de crédito) con un papel de supervisores de las empresas y, por otro lado, los inversores directos que no supervisan.

5. Conclusiones

La evolución de la economía ha hecho que la búsqueda por extraer el máximo provecho de las potencialidades de las empresas pasara de absorber únicamente las ventajas de su entorno, siendo en muchas ocasiones el mercado el que actuaba como mecanismo de control de la competencia empresarial, a que en la actualidad, las empresas decidan distinguirse de sus competidoras explotando al máximo tanto las oportunidades que les brinda el entorno como las potencialidades internas de su misma organización. La «empresa clásica» ha evolucionado convirtiéndose en la «moderna corporación» donde la especialización de las funciones cobra mucha más importancia que en el pasado y donde aparecen mayores problemas relacionados con las asimetrías informativas y los conflictos de intereses por parte de los individuos que forman la organización.

El presente trabajo ha intentado avanzar en el estudio de ciertos mecanismos que se aplican en las empresas para solventar los problemas de agencia en la toma de decisiones empresariales. Mediante el estudio de una muestra representativa de las industrias manufactureras españolas se ha analizado cuáles son los mecanismos más aplicados y cómo ha sido la evolución de los mismos a lo largo de la década de los noventa y primeros años del dos mil en nuestro país, teniendo en cuenta aspectos tan importantes como el tamaño empresarial, el sector de actividad o la Comunidad Autónoma donde se encuentran ubicadas.

Tal como muestran los datos, y como se ha apuntado por diferentes autores (Galve y Salas, 1993; Alonso y De Andrés, 2002), la estructura de propiedad de la empresa española no se ajusta a los estándares de la separación entre propiedad y control, y de existencia de un elevado número de pequeños inversores, como sería el caso americano. El caso español se incluye dentro del modelo europeo o continental, en el que predomina la concentración de la propiedad y la presencia de propietarios en puestos de toma de decisiones como mecanismos para reducir los problemas de agencia.

A la vista de los resultados obtenidos podemos extraer algunas conclusiones acerca de la utilización de los mecanismos de control como solución a los problemas de agencia en las empresas manufactureras españolas. En relación al primer mecanismo analizado, la incorporación de propietarios en tareas de gestión y administración, se observa que dicho mecanismo aleja a la empresa de los beneficios que supone la especialización de los gerentes, pero reduce los posibles problemas de las asimetrías informativas que se dan en empresas con estructuras de tipo jerárquico. Teniendo en cuenta el tamaño empresarial, se observa que este mecanismo parece ser utilizado en menor medida por las empresas de mayor tamaño, que optarían por incrementar en estos puestos su personal externo debido a la mayor especialización de sus tareas. Además, la utilización de este mecanismo por parte de las PYME es creciente en el tiempo, cosa que no parece observarse en las empresas de mayor tamaño. Con respecto a la madurez empresarial parece que las empresas que presentan una utilización mayor de este mecanismo son las que tienen una madurez mayor. La localización geográfica no parece condicionar la utilización de este mecanismo, la práctica totalidad de CC AA parecen experimentar elevados porcentajes de empresas con propietarios en puestos de dirección, observándose además un incremento a lo largo de los años de la utilización de este mecanismo de control. Es un dato destacable que aquellos sectores de oportunidad tecnológica elevada presentan mayores porcentajes de empresas con pro-

pietarios en puestos de toma de decisiones cosa que en principio no cabría esperar dada la necesidad de una mayor especialización de su personal.

En cuanto al mecanismo de concentración de la propiedad cabe decir que es un mecanismo muy utilizado por las empresas españolas. En torno al 90 por 100 de empresas utilizan este mecanismo, siendo éste un resultado constante a lo largo de los años analizados. Como cabría esperar, las empresas de menor tamaño poseen porcentajes mayores de concentración de la propiedad, aunque hay que tener presente que la concentración también es muy elevada en las empresas de mayor tamaño. En cuanto a la madurez empresarial, las empresas que presentan mayor concentración de capital son las empresas de mayor madurez, aunque podría decirse que la edad empresarial parece no tener un efecto muy claro sobre la concentración empresarial. En todas las CC AA se observan elevados porcentajes de empresas con control efectivo, mientras que aquellas empresas que pertenecen a sectores con menor oportunidad tecnológica parecen presentar los porcentajes más elevados, porcentajes que experimentan un descenso moderado con el paso del tiempo.

El mecanismo de financiación en forma de deuda como control indirecto parece ser muy aplicado por las empresas españolas. El tamaño empresarial no parece influir en la utilización o no del mismo ya que tanto grandes como pequeñas empresas utilizan el mecanismo de forma indistinta. Cabría saber si su utilización se debe a fines de control o a otros fines. Las empresas de gran tamaño tendrían en este mecanismo un control indirecto de las acciones tomadas por los gerentes. En cambio, aquellas que poseen una menor dimensión utilizarían este mecanismo como solución a la debilidad de su estructura financiera, como sería el caso de las empresas individuales. Hay que tener presente que alrededor de la mitad de la financiación de las empresas españolas está constituida por financiación externa y que se ha mantenido estable a lo largo de los años analizados.

Por último, como cabría esperar, la utilización del mecanismo basado en la cotización en el mercado bursátil

es más común en aquellas empresas que poseen una mayor dimensión, ya que por las características propias del mercado bursátil español el acceso a bolsa por parte de las pequeñas y medianas empresas es mucho más reducido.

Como conclusión general, el estudio realizado nos lleva a concluir que la empresa española muestra los estándares de la empresa clásica, la cual se define en palabras de Rodríguez (1996) como aquella en la que se produce una estructura contractual en la que las funciones de propiedad y control concurren en un solo agente central que es el empresario único propietario.

Referencias bibliográficas

- [1] ALONSO, S. y DE ANDRÉS, P. (2002): «Estructura de propiedad y resultados en la gran empresa española. Evidencia empírica en el contexto de una relación endógena», comunicación al XII Congreso de ACEDE Asociación Científica de Economía y Dirección de Empresa, Palma de Mallorca.
- [2] AZOFRA, V.; RODRÍGUEZ, J. A. y VALLELADO, E. (1995): «Estructura de propiedad, endeudamiento y resultados en la gran empresa industrial española», *Actas de las X Jornadas de Economía Industrial, Fundación Empresa Pública*, páginas 129-145.
- [3] AZOFRA, V. y SANTAMARÍA, M. (2002): «Gobierno y eficiencia de las cajas de ahorros españolas», comunicación al XII CONGRESO de ACEDE Asociación Científica de Economía y Dirección de Empresa, Palma de Mallorca.
- [4] BACCHETTA, P. y CAMINAL, R. (2000): «Do Capital Market Imperfections Exacerbate Output Fluctuations?», *European Economic Review*, número 44, 3, páginas 449-468.
- [5] BAUMOL, W. J. (1959): *Business Behaviour, Value and Growth*, MacMillan, Nueva York.
- [6] BERLE, A. y MEANS, G. (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, Nueva York.
- [7] BURKART, M.; GROMB, D. y PANUNZI, F. (1997): «Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm» *Quarterly Journal of Economics*, número 62, páginas 693-728.
- [8] DEMSETZ, H. (1983): «The Structure of Ownership and Theory of the Firm», *Journal of Law and Economics*, número 26, páginas 375-390.
- [9] DIAMOND, D. W. (1984): «Financial Intermediation and Delegated Monitoring», *Review of Economic Studies*, número 51, páginas 393-414.
- [10] FAMA, E. (1980): «Agency Problems and the Theory of the Firm», *Journal of Political Economy*, número 88, páginas 288-301.

- [11] FAMA, E. y JENSEN, M. C. (1983): «Agency Problems and Residual Claims», *Journal of Law and Economics*, número 26, páginas 327-349.
- [12] FARIÑAS, J. C. y JAUMANDREU, J. (1994): «La Encuesta sobre Estrategias Empresariales: características y usos», *Economía Industrial*, sept.-oct, páginas 109-119.
- [13] FARIÑAS, J. C. y JAUMANDREU, J. (1999): «Diez años de Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE)», *Economía Industrial*, número 329 (V), páginas 29-42.
- [14] GALVE, C. y SALAS, V. (1992): «Estructura de propiedad de la empresa española», *Información Comercial Española (ICE) Revista de Economía*, número 701, páginas 79-90.
- [15] GALVE, C. y SALAS, V. (1993): «Propiedad y resultados de la gran empresa española», *Investigaciones Económicas*, número 17, 2, páginas 207-238.
- [16] GONZÁLEZ, F. y MENÉNDEZ, S. (1993): «Implicaciones de la estructura de propiedad sobre las decisiones financieras de la empresa», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, número 2, 3, páginas 89-98.
- [17] HERMALIN, B. E. y WEISBACH, M. S. (1991): «The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance», *Financial management*, número 20, páginas 101-113.
- [18] HILL, C. y SNELL, S. (1988): «External Control, Corporate Strategy, and Firm Performance in Research-intensive Industries», *Strategic Management Journal*, número 9, páginas 577-590.
- [19] HOLL, P. (1977): «Control Type and Market for Corporate Control in Large U.S. Corporations», *The Journal of Industrial Economics*, número 25, 4, páginas 259-273.
- [20] HOLMSTROM, B. (1979): «Moral Hazard and Observability», *The Bell Journal of Economics*, primavera, páginas 74-91.
- [21] JENSEN, M. C. y MECKLING, W. H. (1976): «Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, número 3, 2, páginas 305-360.
- [22] JENSEN, M. C. y MECKLING, W. H. (1979): «Rights and Production Function: An Application to Labor-managed Firms and Co-determination», *Journal of Business*, número 52, 4, páginas 469-506.
- [23] LEECH, D. y MANJÓN, M. C. (2002): «Corporate Governance in Spain (with an application of the power indices approach)», *European Journal of Law and Economics*, número 13, páginas 157-173.
- [24] LOZANO, M. B.; MIGUEL, A. y PINDADO, J. (2004): «El conflicto accionista-directivo: problemas y propuestas de solución», *Tribuna de Economía ICE*, número 813, páginas 225-245.
- [25] MARRIS, R. (1965): *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, MacMillan, Londres.
- [26] MELLE, M. y RAYMOND, J. L. (2001): «Competitividad internacional de las PYME industriales españolas», *Papeles de Economía Española*, números 89-90, páginas 88-105.
- [27] MILGROM, P. y ROBERTS, J. (1992): *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall, Inc.
- [28] OBESSO, M. y SAIZ, J. (1999): «Estrategias empresariales de las PYME industriales españolas», *Economía Industrial*, número 330, VI, páginas 89-100.
- [29] PARICIO, J. (1993): «Determinantes de la actividad tecnológica en la industria española», *Revista de Economía Aplicada*, número 1, páginas 103-123.
- [30] RODRÍGUEZ, J. A. (1996): «La estructura de propiedad y control de la empresa industrial española», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, número 5, 1, páginas 25-40.
- [31] SALAS, V. (1996): *Economía de la Empresa: decisiones y Organización*, Ariel Economía, Barcelona.
- [32] SALAS, V. (2002): «El gobierno de la empresa: presentación», *Economías*, número 50, páginas 10-27.
- [33] SHIVDASANI, A. (1993): «Board Composition Ownership Structure and Hostile Takeovers», *Journal of Accounting and Economics*, número 16, páginas 167-198.
- [34] SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. (1997): «A Survey of Corporate Governance», *The Journal of Finance*, número 52, páginas 737-783.
- [35] STIGLITZ, J. (2002): «Mejorando la eficiencia y la capacidad de respuesta del sector público: lecciones de la experiencia», *Revista del CLAD Reforma y Democracia*, número 22.

