

Composición del consejo de administración y eficacia empresarial: limitaciones de la investigación previa

ELENA VÁZQUEZ INCHAUSTI

Profesora Asociado. Departamento de Organización de Empresas
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Complutense de Madrid

RESUMEN

Durante décadas se ha investigado el modo en que la composición del consejo de administración influye en la eficacia empresarial. A pesar de que existe cierto consenso en la literatura conceptual acerca de que los consejos con una mayoría de externos son más eficaces, la evidencia empírica no es concluyente. Este trabajo ofrece una síntesis y crítica de la investigación previa y sugiere líneas de investigación para el futuro.

ABSTRACT

The relationship between board composition and performance has been researched for decades. Although there is an almost consensus in conceptual literature about the idea that outsider-dominated boards perform better, the empirical evidence is not conclusive. This paper offers a synthesis and critic of previous research and suggests some avenues for future research.

Durante décadas los investigadores han estudiado el modo en que los consejos de administración influyen en la eficacia empresarial. Estas investigaciones parten de la premisa de que los consejos de administración contribuyen al proceso de gobierno corporativo al seleccionar y evaluar a la alta dirección, al participar en la dirección estratégica de la empresa, al establecer los objetivos de productividad y al valorar el éxito de los negocios, y que algunas o todas estas actividades de gobierno tienen efectos sobre la

eficacia. En la mayoría de estas investigaciones el estudio se ha centrado en la composición de los consejos de administración (relación internos-externos).

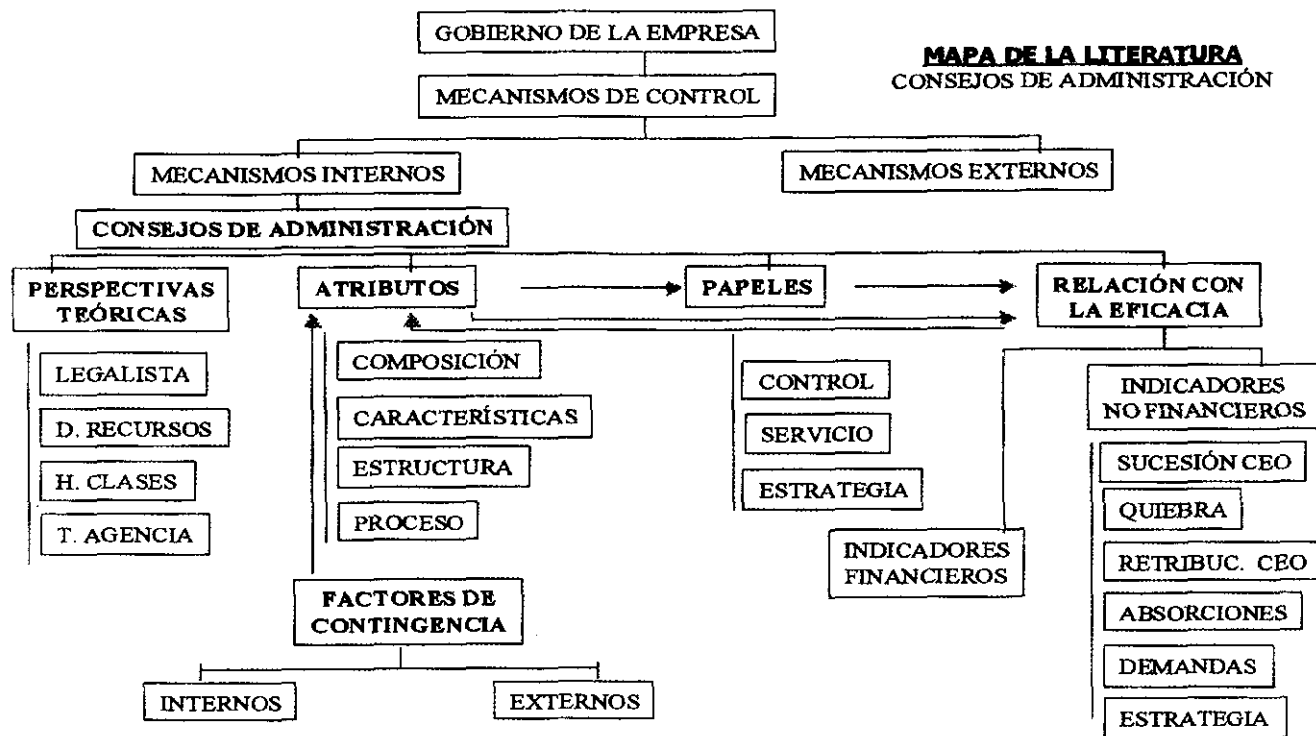
La abundancia de estudios ha permitido que recientemente se hayan podido abordar meta-análisis que ayudan a comprender mejor los resultados de tales investigaciones. Un reciente meta-análisis (Rhoades, Rechner y Sundaramurthy, 2000) demuestra que la composición del consejo tiene relación con la eficacia, aunque los resultados indican que la composición del consejo explica menos de un 1% de la variación en la eficacia. Los resultados de este meta-análisis no sorprenden demasiado, pues ya en 1996 Johnson, Daily y Ellstrand (1996) pusieron de manifiesto que «no hay evidencia de la existencia de un unicornio» (refiriéndose a la composición óptima de los consejos de administración) en una agregación y resumen de la literatura sobre consejos de administración y eficacia. Johnson, Daily y Ellstrand (1996) sugirieron dos explicaciones posibles para este hecho: «Primera, este animal simplemente no existe. Segunda, no hemos buscado en el sitio correcto, en el momento correcto y con el equipo correcto». Nosotros preferimos inclinarnos por esta segunda explicación, partiendo de algunas limitaciones de la investigación previa.

El objetivo de este trabajo es poner de manifiesto tales limitaciones a través de una síntesis y crítica de la investigación. Para ello, el trabajo se estructura del siguiente modo. En un primer apartado describiremos el marco general desde el que se ha abordado el estudio de las relaciones consejo-eficacia, para en un segundo apartado centrarnos en los resultados de los trabajos que han estudiado la relación entre la composición del consejo y la eficacia. Finalmente, desarrollaremos una valoración de la investigación previa a partir de algunas de sus limitaciones y sugeriremos algunas líneas de investigación para el futuro.

CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN Y EFICACIA EMPRESARIAL: MAPA DE LA LITERATURA

El gráfico 1 recoge a modo de síntesis los principales tópicos y relaciones estudiadas sobre consejos de administración y eficacia.

GRÁFICO 1
Mapa de la literatura sobre consejos de administración y eficacia



Fuente: Elaboración propia.

Atributos y papeles del consejo de administración

Zahra y Pearce (1989) clasificaron en cuatro los atributos del consejo de administración: composición, características, estructura y proceso.

La *composición del consejo de administración* hace referencia a su tamaño (composición en términos cuantitativos) y a la combinación de tipos de consejeros (composición en términos cualitativos). El tamaño es el número de consejeros que sirven en el consejo. El tipo de consejeros tiene en cuenta no el número, sino quiénes son los miembros del consejo. En la literatura anglosajona se hace una distinción entre «internos» y «externos». Aunque la medida de esta categoría de la composición del consejo no ha sido uniforme (Daily, Johnson y Dalton, 1999), los consejeros internos han sido generalmente definidos como aquellos consejeros que también son directivos de la empresa (Byrd y Hickman, 1992; Cochran, Wood y Jones, 1985; Gilson, 1990; Goodstein y Boeker, 1991; Hermalin y Weisbach, 1988), mientras que los consejeros externos han sido definidos como los miembros no directivos del consejo (Daily y Dalton, 1992, 1993; Dalton y Kesner, 1987; Goodstein y otros, 1994; Molz, 1988; Rosenstein, Bruno, Bygrave y Taylor, 1993; Schellenger, Wood y Tashakori, 1989)¹. La representación de minorías también se considera un atributo de composición del consejo y se refiere al estatus de las minorías étnicas y a la representación de mujeres en el consejo de administración.

Las *características del consejo* hacen referencia a dos aspectos del mismo. El primero, denominado «bagaje cultural de los consejeros», refleja la edad, educación, valores y experiencia de los consejeros. El segundo recoge aquellas cualidades que trascienden las características individuales o colectivas de los consejeros y refleja la «personalidad» del consejo: su disposición a centrarse en cuestiones internas (eficiencia) o externas; el nivel de independencia de los consejeros, y sus intereses creados en la empresa, evidenciados por la participación en la propiedad.

La *estructura del consejo* se refiere a las dimensiones de organización del mismo, lo que incluye el número y tipos de comités (auditoría, nombramiento, retribución, etc.), los miembros que los constituyen, el flujo de información entre los mismos y la estructura de liderazgo del consejo (dual vs. independiente).

El *proceso*, por su parte, se refiere al enfoque que adopta el consejo para tomar decisiones. La investigación en el pasado muestra que los procesos del

¹ En el Código Olivencia (1998) se establece una distinción entre internos (directivos de la empresa), dominicales (representantes de accionistas mayoritarios) e independientes (sin ningún tipo de vinculación con la empresa, ni familiar ni profesional, que cumplen con la función de representar los intereses del capital flotante).

consejo incluyen varios elementos: frecuencia y duración de las reuniones, contactos entre el consejo y el consejero delegado o presidente ejecutivo (CEO), nivel de consenso en los temas tratados, formalidad en los procedimientos del consejo y grado en que el consejo está implicado en su propia evaluación.

Todos estos atributos determinan el modo en que el consejo acomete los papeles que tiene encomendados y, finalmente, su contribución a la eficacia empresarial. En concreto, las responsabilidades de los consejeros han sido clasificadas en tres papeles ampliamente definidos: el control, el servicio y la estrategia (Zahra y Pearce, 1989). Estos papeles son consistentes en gran medida con la visión del consejo propuesta por Pfeffer y Salancik (1978), y más recientemente las funciones del consejo descritas por Daily y Dalton (1993), Kesner y Johnson (1990), Goodstein, Gautam y Boeker (1994) y Johnson, Daily y Ellstrand (1996). Esta tipología recoge las obligaciones y funciones más significativas de los consejeros.

El *papel de control* supone la supervisión de los directivos por los consejeros como representantes de los accionistas. Las responsabilidades de los consejos en este sentido incluyen la contratación y despido del CEO y otros altos directivos, la determinación de la retribución de los ejecutivos y la supervisión de la dirección para asegurar que cumple con los intereses de los accionistas.

El *papel de servicio* de los consejos consiste en facilitar la adquisición de recursos críticos para el éxito de la empresa. El papel de servicio tiene un enfoque externo en el que los consejos conectan a la organización con su entorno al proporcionar recursos e información a los ejecutivos. Al representar a la empresa ante la comunidad, los consejeros desempeñan este papel reforzando la legitimidad de la empresa.

Finalmente, el *papel estratégico* implica el asesoramiento al CEO sobre temas administrativos, así como la iniciación y formulación de la estrategia. En definitiva, cuando los consejos adoptan el papel estratégico, los consejeros guían la definición de la misión corporativa y asisten al desarrollo, implantación y supervisión de las estrategias empresariales.

Perspectivas teóricas en el estudio de la relación entre el consejo de administración y la eficacia empresarial

Como se observa en el mapa de la literatura (gráfico 1), los investigadores han analizado el efecto, tanto directo como indirecto (a través del desempeño de los papeles que tienen encomendados), de los atributos de los consejos de

administración sobre la eficacia empresarial. Sin embargo, la investigación sobre los papeles de los consejos y el grado en que éstos asumen cada papel ha sido guiada principalmente por cuatro perspectivas teóricas distintas (Johnson, Daily y Ellstrand, 1996; Zahra y Pearce, 1989): la perspectiva legalista, la perspectiva de la dependencia de recursos, la perspectiva de la teoría de la agencia y la perspectiva de la hegemonía de clases.

La *perspectiva legalista* ve al consejo de administración como representante y protector de los intereses de los accionistas, que es responsable del liderazgo corporativo pero sin interferir realmente en las operaciones diarias de la empresa, que se suponen obligación del CEO y los ejecutivos *senior*. En concreto, le corresponde al consejo la selección y sustitución del CEO, la provisión de consejo a la alta dirección y la supervisión del desempeño de la dirección y la eficacia empresarial. Según esta perspectiva, los consejos contribuyen a la eficacia empresarial desempeñando estas responsabilidades legalmente establecidas.

La *perspectiva de la dependencia de recursos*, desarrollada a partir de la sociología y la teoría de la organización, ve al consejo de administración como un importante enlace con el exterior («boundary spanner») que hace que la información esté a disposición de los ejecutivos a tiempo. Se considera que los consejeros, por su prestigio profesional y en la comunidad, pueden aportar recursos que son vitales para la organización, funcionando como mecanismos de «cooptación». Estas actividades se considera que incrementan la legitimidad de la empresa en la sociedad y que ayudan a ésta a alcanzar los objetivos de eficiencia y mejora de la eficacia.

La *perspectiva de la hegemonía de clases* está enraizada en la sociología marxista y ve a los consejos como medios para perpetuar los poderes de la elite capitalista. Los investigadores que trabajan bajo esta perspectiva sugieren que sólo los individuos más prestigiosos son invitados a servir en los consejos, de modo que al excluir a otros grupos sociales se protegen los valores e intereses de los capitalistas. La tarea del consejo, por tanto, consiste en coordinar acciones en las empresas en las que sirven y, lo que es más importante, asegurar el control capitalista de las instituciones a través del reclutamiento selectivo de los consejeros. Esta perspectiva sufre una falta de especificidad en cuanto a las formas en que el consejo puede enriquecer la eficacia de la empresa, excepto por la presunción de que la hegemonía de clases da como resultado un incremento de los poderes de mercado para la empresa en un sector dado.

De entre todas las perspectivas teóricas sobre la contribución de los consejos de administración a la eficacia, sin duda la *perspectiva de la agencia* se encuentra entre las más reconocidas. La teoría de la agencia argumenta que las

relaciones de agencia deberían ser el centro de atención en el análisis y estudio del gobierno de la empresa. Los teóricos de agencia creen que debido a la dispersión de la propiedad, los ejecutivos (agentes) poseen unas libertades y poderes considerables. Estos ejecutivos se supone que persiguen sus objetivos, que pueden entrar en conflicto con los objetivos de los principales (propietarios), dejando de lado la maximización de la riqueza de los accionistas. Dentro de este contexto, los consejos de administración desarrollan una función crítica de control y retribución de los altos directivos para asegurar la maximización de la riqueza de los accionistas. En esencia, se ve al consejo como último mecanismo de control corporativo, y es a través del ejercicio de este papel de control como el consejo contribuye a la eficacia empresarial.

Estas perspectivas difieren en su visión de lo que los consejos deberían hacer, qué atributos de los consejos influyen en la eficacia y qué criterios deberían ser utilizados para valorar la contribución del consejo a la eficacia empresarial. Estas diferencias quedan recogidas a modo de resumen en la tabla 1.

A pesar de las diferencias, algo común a todas las perspectivas teóricas comentadas es la consideración por parte de todas ellas de un atributo del consejo: la composición. Éste es, sin duda, el atributo del consejo que más ha demandado la atención de los investigadores. Todas estas teorías han enfocado la composición del consejo desde una perspectiva diferente, pero manteniendo algo en común: la distinción entre internos y externos. A continuación se recogen los resultados de la investigación sobre composición del consejo y eficacia empresarial.

COMPOSICIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y EFICACIA EMPRESARIAL: EVIDENCIA EMPÍRICA

Existe casi consenso en la literatura conceptual acerca de que los consejos eficaces estarán integrados por mayores proporciones de externos (Lorsch y MacIver, 1989; Mizuchi, 1983; Zahra y Pearce, 1989). De hecho, las medidas de reforma de los consejos de administración han puesto el énfasis en la necesidad de incrementar el número relativo de consejeros externos². Las ventajas derivadas de ello incluyen un incremento de la independencia del consejo, un incremento de objetividad, la representación de múltiples perspectivas sobre el

² El Código Olivencia en España, en su recomendación tercera, establece que «en la composición de los consejos de administración, los consejeros externos deberían representar mayoría...». Esta recomendación sobre la composición de los consejos ya estaba presente en el Código del Círculo de Empresarios (1996).

TABLA 1
Cuatro perspectivas sobre los consejos de administración y su relación con la eficacia

	Perspectiva Legalista	Perspectiva de la Dependencia de Recursos	Perspectiva de la Hegemonía de Clases	Perspectiva de la Teoría de la Agencia
Papel del consejo	1. Representación y protección de los intereses de los accionistas. 1. Gestión de la empresa sin interferencia en las operaciones diarias.	1. Los consejos son un mecanismo de cooptación para extraer recursos vitales para la eficacia empresarial. 2. Los consejos sirven como enlaces con el sector («boundary spanners»). 3. Los consejos refuerzan la legitimidad de la organización.	Los consejos perpetúan el poder y el control de la elite capitalista imperante sobre las instituciones sociales y económicas	El principal papel de los consejos es supervisar las acciones de los agentes (ejecutivos) para asegurar su eficiencia y proteger los intereses de los principales (propietarios)
Definición operativa	1. Selección del CEO. 2. Supervisión del desempeño del CEO. 3. Representación de los intereses de los accionistas. 4. Evaluación de la eficacia empresarial.	1. Análisis del entorno. 2. Representación de la empresa ante la comunidad. 3. Aseguramiento de recursos valiosos.	1. Reclutamiento selectivo de consejeros. 2. Reducción de costes de transacción para las empresas.	1. Maximización de la riqueza de los accionistas. 2. Reducción de los costes de agencia. 3. Selección y retribución del CEO. 4. Evaluación del desempeño del CEO y de la empresa. 5. Toma de decisiones estratégicas y control.
Origen teórico	Ley.	Teoría de la Organización y Sociología.	Sociología marxista.	Economía y Finanzas.
Variables de interés	Composición, características y proceso.	Composición y características.	Composición.	Características, proceso y contribución estratégica.
Criterios de eficacia empresarial	Supervivencia, crecimiento y rentabilidad.	Crecimiento en recursos, logro de objetivos y posición de mercado relativa.	Poder de mercado oligopolista y rentabilidad.	Supervivencia, reducción de costes operativos y rentabilidad.
Estudios representativos	Berle y Means (1968), Ghaganty y otros (1985), Mace (1971), Molz (1988), Williamson (1964).	Pfeffer (1972), Pfeffer (1973), Pfeffer y Salancik (1978), Provan (1980), Zald (1967).	Domhoff (1969), Mills (1956), Ratcliff (1980).	Baysinger y Butler (1985), Fama y Jensen (1985), Kosnik (1987).
Soporte empírico	Moderado.	Fuerte.	Limitada.	Moderado.

Fuente: Zahra y Pearce (1989).

papel de la empresa y el reforzamiento de la experiencia de los consejeros (Beatty y Zajac, 1994; Fama y Jensen, 1983; Gibbs, 1993; Johnson, Hoskisson y Hitt, 1993; Pearce y Zahra, 1992; Schellenger, Wood y Tashadori, 1989). Sin embargo, las investigaciones que han abordado el estudio empírico de la relación entre la composición del consejo y la eficacia no han arrojado resultados concluyentes en este sentido.

Estas investigaciones pueden clasificarse en dos grandes grupos: aquellas que vinculan a los consejos con indicadores de eficacia financieros³ y aquellas que han considerado criterios de eficacia no financieros, es decir, que han centrado su atención en asuntos de gobierno internos, como la retribución y la sustitución de la alta dirección (Boeker, 1992; Weisbach, 1987, 1988; Boeker y Goodstein, 1993; Boyd, 1994; Whetsthal y Zajac, 1995), los juicios de los accionistas (Kesner y Johnson, 1990), las provisiones antiabsorción (Kosnik, 1987, 1990; Mallette y Fowler, 1992) y la quiebra (Daily y Dalton, 1994, 1995; Lorsch y McIver, 1989; Chaganti y otros, 1985), entre otros.

Ambos enfoques para el estudio de la relación entre la composición del consejo y la eficacia presentan limitaciones. La principal limitación del primer enfoque —asociación de la composición con indicadores de eficacia financieros— radica en que permite conocer si hay o no relación entre la composición del consejo y la eficacia, pero no explica el porqué, es decir, qué hacen los distintos consejos de forma diferente para generar diferencias en la eficacia empresarial. El segundo enfoque —asociación de la composición con indicadores no financieros— sí sugiere explicaciones, pero parciales. Las empresas con consejos con una mayoría de independientes podrían obtener mejores resultados en tareas particulares, tales como reemplazar al CEO, pero peores en otras tareas, tales como la selección de un nuevo CEO (tarea para la que puede resultar más importante los conocimientos cercanos de los negocios y las habilidades de los consejeros que su independencia), lo que conduciría a ninguna ventaja en la eficacia global. Por tanto, ambos enfoques se complementan y son necesarios para proporcionar una imagen completa del modo en que la composición del consejo afecta al comportamiento del mismo y a la eficacia.

A continuación se recogen algunas de las principales conclusiones a las que han llegado los estudios desde ambos enfoques. No pretendemos hacer una revisión exhaustiva de los trabajos que han vinculado la composición del consejo con indicadores de eficacia —financieros y no financieros—, sino poner de

³ Los criterios de eficacia financieros son los que hacen referencia a la creación de riqueza para los accionistas y son generalmente medidos utilizando medidas de eficacia contables y criterios basados en el mercado.

manifiesto la falta de resultados concluyentes en cuanto a la superioridad de los consejos con una mayoría de externos.

Composición del consejo e indicadores de eficacia no financieros

Decisión sobre la venta de la empresa

Una de las tareas clave del consejo de administración es decidir si la empresa debería ser vendida y a qué precio. Cotter, Shivdasani y Zenner (1997) encuentran que las empresas que reciben ofertas de absorción con consejos con una mayoría de independientes generan rendimientos cerca de un 20% mayores en la cotización que las empresas con consejos sin una mayoría de independientes. Esto parece sugerir que un consejo con una mayoría de consejeros independientes es mejor en cuanto a la extracción de un precio más elevado del adquirente. Sin embargo, en el estudio de Cotter, Shivdasani y Zenner los mayores rendimientos se producen a expensas de menores rendimientos para las empresas que hacen la oferta de absorción. Por tanto, no se puede inferir de su estudio que existan ganancias mayores de eficiencia si la empresa que es objetivo de una absorción tiene una mayoría de independientes en el consejo. Es más, cabe esperar que las empresas adquirentes que tengan por objetivo aquellas empresas con consejos con una mayoría de independientes tendrán primas de absorción mayores y, por tanto, menos ofertas de absorción. Esto reduciría las ganancias de eficiencia globales de las absorciones.

Defensa ante una absorción

La adopción de provisiones anti-absorción constituye otra de las decisiones que puede presentar un conflicto de intereses a los consejeros. Hay quienes argumentan que estas provisiones son una fuente de seguridad en el trabajo para los altos directivos y no sirven eficazmente a los intereses de los accionistas (por ejemplo, Fama y Jensen, 1983). Sin embargo, algunas defensas podrían ser utilizadas para extraer un precio más elevado de la empresa que hace la oferta de absorción, lo que beneficiaría al accionista. Existe evidencia encontrada sobre si los accionistas creen que un consejo con una mayoría de independientes es más probable que utilice tales defensas a favor de los accionistas. Algunos estudios ponen de manifiesto una reacción positiva o próxima a cero del mercado

de capitales en empresas con consejos con una mayoría de independientes y negativa de forma significativa en caso contrario (Brickley, Coles y Terry, 1994; McWilliams y Sen, 1998). Otros estudios, en cambio, encuentran el resultado opuesto: una mayor proporción de externos predice una reacción del mercado más negativa ante la adopción de provisiones anti-absorción (Sundaramurthy, Mahoney y Mahoney, 1997).

Decisión sobre la adquisición de otra empresa

Otro de los papeles importantes de los consejos de administración es el que hace referencia a la aprobación de las principales decisiones de inversión. Éste es un papel difícil de estudiar, porque muchas decisiones no son anunciadas públicamente. La decisión de adquirir otra empresa es una excepción. En este sentido, la reacción de la cotización ante un anuncio proporciona una medida de si los accionistas piensan que el adquisidor ha conseguido una ganga o ha pagado un sobreprecio. Byrd y Hickman (1992) demostraron en su estudio que las ofertas de absorción con un consejo con una mayoría de independientes generaban rendimientos cerca de cero en la cotización como media, mientras que las ofertas de empresas sin tales consejos sufrían pérdidas estadísticamente significativas. Esto podría ser debido a que las empresas que hacen ofertas de absorción con consejos con una mayoría de independientes ofrecen primas de absorción menores. You, Caves, Smith y Henry (1986) también encontraron una correlación negativa significativa entre la proporción de consejeros internos y los rendimientos de la cotización de la empresa que hace la oferta de absorción. Estos trabajos parecen sugerir que los consejeros independientes podrían jugar un papel de supervisión valioso en la tendencia de los CEOs de construir imperios, incluso a costa de pagar un sobreprecio al comprar otras empresas. Sin embargo, también hay estudios que muestran la tendencia opuesta (por ejemplo, Subrahmanyam, Rangan y Rosenstein, 1997).

Destitución y retribución del CEO

Entre las responsabilidades del consejo también se encuentran la sustitución del CEO cuando sea necesario y la definición de la retribución a nivel ejecutivo. Existe cierta evidencia de que los consejeros externos se comportan de forma diferente que los internos ante la decisión de reemplazar al CEO —en concreto, estudios como los de Boeker (1992) y Weisbach (1987, 1988) llegan a la

conclusión de que la interacción entre la proporción de externos y los malos resultados incrementa las posibilidades de que el CEO sea destituido—, sin embargo, no está claro si los consejos con una mayoría de independientes toman mejores o peores decisiones que otros consejos, como media (Bhagat y Black, 1999). En cuanto a la función crítica que supone la determinación de la retribución, podríamos esperar que los consejeros externos independientes fueran más eficaces en la determinación de niveles de retribución apropiados. Sin embargo, los resultados empíricos tampoco han dado soporte de forma uniforme a esta idea (Mangel y Singh, 1993; Boyd, 1994).

Demandas

Algunos investigadores han valorado la eficacia de la composición del consejo a través del número de demandas interpuestas al consejo por no cumplir con sus responsabilidades legales. En este sentido, los resultados del trabajo de Kesner y Johnson (1990) indican que los consejos demandados tendían a tener una mayor proporción de internos que los no demandados. Lo más interesante de sus conclusiones es que no encontraron relación entre la composición del consejo y el resultado final de la demanda. Este resultado parece sugerir que los consejos integrados por una mayor proporción de internos son considerados menos eficaces en su función de control, sin embargo, los juzgados no parecen estar de acuerdo, a tenor de los resultados de las demandas.

Quiebra de la empresa

Entre los estudios que han analizado la vinculación entre la composición del consejo y la quiebra tampoco hay resultados concluyentes. Estudios como los de Daily y Dalton (1994) encuentran que las empresas caracterizadas por menores proporciones de externos independientes se asocian positivamente con la quiebra en los cinco años previos. Sin embargo, Chaganti y otros (1985) no encontraron diferencias significativas en cuanto a la proporción de externos entre empresas en quiebra y las que no lo estaban.

Estrategias de diversificación e I+D

También se han estudiado las implicaciones para la estrategia de la composición de los consejos de administración. Algunas investigaciones han estu-

diado la correlación entre la composición del consejo y la investigación y el desarrollo, como la de Baysinger, Kosnik y Turk (1991), quienes encuentran una correlación positiva entre el porcentaje de internos y el gasto en I+D por empleado.

Otras investigaciones han tratado de vincular la composición del consejo con la estrategia de diversificación empresarial. Un ejemplo de ello es el trabajo reciente de Anderson y otros (1998), quienes investigan si el grado de diversificación, o la decisión de incrementar o reducir el nivel de diversificación empresarial, se relaciona con la composición del consejo. Ellos encuentran que las empresas diversificadas tienen un porcentaje mayor de independientes, pero no hay evidencia clara de si estas empresas se volvieron más diversificadas porque tenían más independientes o añadieron más independientes porque se diversificaron.

Composición del consejo e indicadores de eficacia financieros

Los estudios que han investigado la relación entre la composición del consejo e indicadores de eficacia financieros se pueden clasificar en dos tipos: primero, aquellos que han estudiado la relación entre la composición del consejo y algún indicador de eficacia y, segundo, aquellos que han estudiado la reacción de la cotización ante un anuncio de cambio en la composición del consejo de administración.

Dentro del primer tipo de estudios, encontramos resultados dispares. Algunos trabajos, como los de Vance (1955, 1964, 1968), demuestran una relación negativa entre el número de externos en el consejo y la eficacia empresarial. Este autor encuentra que la eficacia se relaciona positivamente con la presencia de internos en el consejo, al igual que Cochran, Wood y Jones (1985), quienes encuentran una asociación positiva entre el *ratio* de internos y diversas medidas de eficacia financiera. Otros estudios, como los de Baysinger y Butler (1985) o Fernández y otros (1998) —para una muestra de empresas españolas— identifican una asociación positiva entre el porcentaje de externos en el consejo y la eficacia empresarial. Existe también un número de estudios que, utilizando tanto la proporción como el dominio de externos como posibles predictores de la eficacia, no descubrieron diferencias significativas entre los consejos dominados por externos y los que no lo estaban (Schmidt, 1975; Kesner, Victor y Lamont, 1986; Zahra y Stanton, 1988; Hermalin y Weisbach, 1991).

Entre los estudios que han analizado la reacción de la cotización de las acciones ante un anuncio de un cambio de composición del consejo de administración se encuentra el de Rosenstein y Wyatt (1990), quienes encontraron que las cotizaciones se incrementaban cerca de un 0,2%, como media, cuando las empresas nombraban consejeros externos adicionales. Este incremento, aunque significativo estadísticamente, es pequeño desde un punto de vista económico y podría reflejar otros efectos en lugar de la correlación real entre la composición del consejo y la eficacia empresarial. En un estudio posterior, Rosenstein y Wyatt (1997) encontraron que las cotizaciones ni se incrementaban ni se reducían como media cuando un interno se añadía al consejo. Encontraron cierta evidencia de que la cotización se reducía cuando un interno se añadía al consejo de una empresa donde los internos poseían menos de un 5% de las acciones y los independientes constituían menos del 60% del consejo, y mayor evidencia de que la cotización subía cuando un interno se añadía al consejo de una empresa con internos que poseían entre un 5% y un 25% de las acciones.

DISCUSIÓN

A pesar de que existe cierto consenso en la literatura conceptual a favor de una mayor presencia de externos en el consejo de administración, no encontramos en la evidencia empírica justificación para el mismo, tal y como se ha puesto de manifiesto en el apartado anterior. Efectivamente, no existen resultados concluyentes en cuanto a que incrementar la independencia del consejo mejora la eficacia, y existen algunos estudios recientes que llegan a demostrar lo contrario —empresas con independientes que obtienen peores resultados y empresas con internos que obtienen los mismos resultados o mejores⁴—. Esta falta de unanimidad en los resultados puede explicarse a partir de algunas de las limitaciones de la investigación previa. Nos gustaría destacar tres.

Primero, la diferencia en muestras, medidas y definiciones de los múltiples estudios que vinculan la composición de los consejos de administración con la eficacia empresarial dificulta, si no impide, la comparación de los resultados.

⁴ Conviene destacar que hay estudios recientes que sugieren que las empresas con más consejeros independientes podrían obtener peores resultados (YERMARCK, 1996; BARNHART y ROSENSTEIN, 1998; AGRAWAL y KNOEBER, 1996; BHAGAT y BLACK, 1998). Esto sugiere que podría resultar valioso incluir al menos un número moderado de internos en el consejo. Tal vez algunos consejos tienen un número de independientes excesivo (esta idea es reforzada por estudios como el de BARNHART y ROSENSTEIN (1998), quienes encuentran una asociación curvilínea entre el porcentaje de independientes y la eficacia).

Un ejemplo de ello lo encontramos en las múltiples formas de hacer operativa la variable independiente (la composición del consejo de administración) y la variable dependiente (la eficacia empresarial).

En los muchos estudios que han utilizado la composición del consejo como variable independiente ha existido poca consistencia en la definición de «interno» y «externo». Podemos decir que existen cuatro definiciones generales de «interno» (y, por exclusión, de «externo»). La primera define un interno como un miembro del consejo actualmente empleado por la empresa. La segunda definición añade a los miembros del consejo actualmente empleados por la empresa los empleados anteriores. La tercera definición de «interno» se basa en la guía SEC («Securities Exchange Commission»), que incluye una exclusión de «otras relaciones»: abogados, familiares de los empleados... (la figura de los «afiliados»). La cuarta definición se basa en la distinción independiente-dependiente hecha por Wade y otros (1990) y Boeker (1992). De acuerdo con estos autores, un consejero dependiente es un interno o un externo nombrado durante la permanencia del actual CEO⁵.

También las distintas formas de hacer operativa la variable dependiente (eficacia) dificultan la posible generalización de resultados. Algunas investigaciones sobre gobierno y eficacia han confiado en indicadores de eficacia contables (por ejemplo, Buchholtz y Ribbens, 1994; Finkelstein y D'Aveni, 1994; Ocasio, 1994), mientras que otros han utilizado indicadores basados en el mercado (Hoskisson y otros, 1994; Johnson, Hoskisson y Hitt, 1993).

Segundo, el carácter transversal de la mayoría de los estudios dificulta el estudio de la relación de causalidad. La mayoría de la investigación sobre la relación entre la composición del consejo y la eficacia empresarial ha sugerido que ciertas configuraciones del consejo conducen a una mayor eficacia. Recientemente, los investigadores han comenzado a investigar la posibilidad de una relación causal en el sentido contrario. Hermalin y Weisbach (1988) y Pearce y Zahra (1992), por ejemplo, encontraron que en los períodos siguientes a los malos resultados, las empresas tendían a añadir externos en el consejo. No sólo eso, sino que estos autores, además, llegaron a la conclusión de que tras malos resultados era más probable la salida de internos que de externos del consejo. Estos resultados que reflejan una posible relación causal en sentido contrario —cambios en la eficacia conducen a cambios en la composición de los consejos de administración— podrían proporcionar alguna evidencia de que: o bien 1) los malos resultados indican la necesidad de una supervisión más estrecha

⁵ DAILY, JOHNSON y DALTON (1999) ofrecen una magnífica revisión de las definiciones de «interno» y «externo» adoptadas por los distintos autores en sus investigaciones.

de la dirección (Hermalin y Weisbach, 1988); o bien 2) los consejos cumplen con la necesidad de las organizaciones de alinearse con el entono (Pearce y Zahra, 1992), o, de forma alternativa, 3) que los CEOs de las empresas con éxito disfrutan de un poder y prestigio mayor que les capacita a constituir consejos dependientes (Ocasio, 1994).

En definitiva, cualquier regresión transversal de la eficacia sobre la composición estará sesgada por los cambios en la composición como consecuencia de malos resultados de las empresas (Hermalin y Weisbach, 1991). Una empresa con malos resultados crónicos podría tener una proporción mayor de externos, lo que nos podría llevar a deducir, si incluimos a esta empresa en la regresión de la eficacia sobre la composición del consejo, que los externos «causan» malos resultados, cuando tal vez la razón para la inclusión en el consejo es precisamente la búsqueda de mejorar los resultados.

También podríamos cuestionar la relación positiva entre externos y eficacia, puesto que podría argumentarse que las empresas con mejores resultados podrían estar deseosas de invitar a consejeros independientes a sus consejos para parecer «progresistas». En este caso no son los externos los que mejoran la eficacia, sino que los buenos resultados llevan a incorporarlos en el consejo únicamente por una cuestión de buena imagen.

Tercero, aun cuando la explicación a la falta de unanimidad en los resultados en cuanto a la superioridad de los consejos dominados por externos puede deberse efectivamente a una cuestión metodológica, también podría deberse (y es importante comprobar si es así) a que realmente los consejos dominados por externos no son siempre mejores, esto es, a una limitación teórica o conceptual. De hecho, algunos investigadores han sugerido que los consejeros externos no tienen el tiempo y la experiencia necesarios para desempeñar bien su trabajo y han resaltado las ventajas de los consejeros internos (Baysinger y Hoskisson, 1990; Baysinger, Kosnik y Turk, 1991; Boyd, 1994; Hill y Snell, 1988; Hoskisson y otros, 1994).

Como Baysinger y Butler (1985) sugieren, puede que una determinada composición del consejo de administración resulte apropiada o inapropiada, pero que la composición del consejo apropiada sea uniforme entre empresas individuales parece, sin embargo, altamente improbable. La necesidad de variadas actividades de los consejeros difiere de una empresa a otra sobre una base de contingencia (entornos diferentes, distintas etapas del ciclo de vida, etc.). Por tanto, no parece que tenga sentido pensar que siempre sea mejor contar con una mayoría de externos en el consejo de administración.

En definitiva, la revisión de la literatura sobre consejos y eficacia en general, y sobre composición y eficacia en particular, apoya nuestra creencia de que

todavía es demasiado pronto para cancelar las próximas expediciones en busca del fenómeno de «los consejos de administración» (el unicornio). Efectivamente, tal vez no hemos buscado en el sitio correcto, en el momento correcto y con el equipo correcto... tal vez haya llegado el momento de construir modelos que expliquen los resultados a los que ha llegado la ingente literatura que a lo largo de décadas ha investigado la relación consejo-eficacia y, en concreto, la composición de los consejos de administración.

El análisis de las limitaciones de la investigación previa abre, sin duda, interesantes líneas de investigación para el futuro. En primer lugar, sería necesario abordar más estudios de tipo longitudinal que permitan conocer la relación de causalidad entre la composición del consejo y la eficacia empresarial. Esto nos permitiría conocer en qué medida es la composición lo que determina la eficacia, o es al revés, es la eficacia lo que condiciona una determinada composición del consejo de administración. En segundo lugar, podría ser necesario adoptar un enfoque contingente para identificar contextos en los que las estructuras de consejos dominados por externos o dominados por internos sean más apropiadas. Aspectos tales como la estrategia que la empresa desee implantar o el ciclo de vida por el que atravesase podrían hacer más o menos positivo una composición del consejo con una mayoría de consejeros externos.

BIBLIOGRAFÍA

- ANDERSON, R.; BATES, Th. W.; BIZJAK, J. M.; LEMMON, M. L. (1998): «Corporate Governance and firm diversification». Working Paper.
- BAYSINGER, B. D., y BUTLER, H. (1985): «Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition», *Journal of Law, Economics, and Organizations*, vol. 1, pp. 101-124.
- BAYSINGER, B. D., y HOSKISSON, R. E. (1990): «The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy», *Academy of Management Review*, vol. 15, pp. 72-87.
- BAYSINGER, B. D.; KOSNIK, R. D., y TURK, T. A. (1991): «Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy», *Academy of Management Journal*, vol. 34, pp. 205-214.
- BEATTY, R. P., y ZAJAC, E. J. (1994): «Managerial incentives, monitoring, and risk bearing: a study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings», *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, pp. 313-335.
- BHAGAT, S., y BALCK, B. (1999): «The uncertain relationship between board composition and firm performance», *Business Lawyer*, vol. 54, n.º 3, pp. 921-963.
- BOEKER, W. (1992): «Power and managerial dismissal: scapegoating at the top», *Administrative Science Quarterly*, vol. 37, pp. 400-421.

- BOEKER, W., y GOODSTEIN, J. (1993): «Performance and successor choice: the moderating effects of governance and ownership», *Academy of Management Journal*, vol. 36, pp. 172-186.
- BOYD, B. (1994): «Board control and CEO compensation», *Strategic Management Journal*, vol. 15, pp. 335-344.
- BRICKLEY, J. A.; COLES, J. L., y TERRY, R. L. (1994): «Outside directors and the adoption of poison pills», *Journal of Financial Economics*, vol. 35.
- BUCHHOLTZ, A. K., y RIBBENS, B. A. (1994): «Role of chief executive officers in takeover resistance: effects of CEO incentives and individual characteristics», *Academy of Management Journal*, vol. 37, pp. 554-579.
- BYRD, J. W., y HICKMAN, K. A. (1992): «Do outside directors monitor managers?», *Journal of Financial Economics*, vol. 32, pp. 195-221.
- CHAGANTI, R. S.; MAHAJAN, V., y SHARMA, S. (1985): «Corporate board size, composition and corporate failures in retailing industry», *Journal of Management Studies*, vol. 22, pp. 400-417.
- COCHRAN, P. L.; WOOD, R. A., y JONES, T. B. (1985): «The composition of boards of directors and incidence of golden parachutes», *Academy of Management Journal*, vol. 28, pp. 664-671.
- COTTER, J. F.; SHIVDASANI, A., y ZENNER, M. (1997): «Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers?», *Journal of Financial Economics*, vol. 43.
- DAILY, C. M., y DALTON, D. R. (1992): «The relationship between governance structure and corporate performance in entrepreneurial firms», *Journal of Business Venturing*, vol. 7, pp. 375-386.
- DAILY, C. M., y DALTON, D. R. (1993): «Board of directors leadership and structure: control and performance implications», *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 17, n.º 3, pp. 65-81.
- DAILY, C. M., y DALTON, D. R. (1994): «Corporate governance and the bankrupt firm: an empirical assessment», *Strategic Management Journal*, vol. 37, pp. 1603-1617.
- DAILY, C. M., y DALTON, D. R. (1995): «CEO and director turnover in failing firms: an illusion of change?», *Strategic Management Journal*, vol. 16, pp. 393-400.
- DAILY, C. M.; JOHNSON, J. L., y DALTON, D. R. (1999): «On the measurements of board composition: poor consistency and a serious mismatch of theory and operationalization», *Decision Sciences*, vol. 30, n.º 1, pp. 83-106.
- DALTON, D. R., y KESNER, I. F. (1987): «Composition and CEO duality in boards of directors: an international perspective», *Journal of International Business Studies*, otoño, pp. 33-42.
- FAMA, E. F., y JENSEN, M. C. (1983): «Separation of ownership and control», *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 301-325.
- FERNÁNDEZ, A. I.; GÓMEZ-ANSÓN, S., y FERNÁNDEZ, C. (1998): «The effect of board size and composition on corporate performance», en M. Balling *et al.* (eds.): *Corporate governance, financial markets and global convergence*, pp. 1-14.

- FINKELSTEIN, S., y D'AVENY, R. A. (1994): «CEO duality as a double-edged sword: how boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command», *Academy of Management Journal*, vol. 37, pp. 1079-1108.
- GILSON, S. C. (1990): «Bankruptcy, boards, banks, and blockholders», *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 355-387.
- GOODSTEIN, J., y BOEKER, W. (1991): «Turbulence at the top: a new perspective on governance structure changes and strategic change», *Academy of Management Journal*, vol. 34, pp. 306-330.
- GOODSTEIN, J.; GAUTAM, K., y BOEKER, W. (1994): «The effects of board size and diversity on strategic change», *Strategic Management Journal*, vol. 15, pp. 241-250.
- HERMALIN, B. E., y WEISBACH, M. S. (1988): «The determinants of board composition», *RAND Journal of Economics*, vol. 19, pp. 589-606.
- HILL, C. W. L., y SNELL, S. A. (1988): «External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries», *Strategic Management Journal*, vol. 9, pp. 577-590.
- HOSKISSON, R. E.; JOHNSON, R. A., y MOESEL, D. D. (1994): «Corporate divestiture intensity in restructuring firms: effects of governance, strategy, and performance», *Academy of Management Journal*, vol. 37, pp. 1207-1251.
- JOHNSON, J. L.; DAILY, C. M., y ELLSTRAND, A. E. (1996): «Boards of directors: a review and research agenda», *Journal of Management*, vol. 22, pp. 409-438.
- JOHNSON, R. A.; HOSKISSON, R. E., y HITT, M. A. (1993): «Board of director involvement in restructuring: the effects of board versus managerial controls and characteristics», *Strategic Management Journal*, vol. 14, pp. 409-438.
- KESNER, I. F., y JOHNSON, R. B. (1990): «An investigation of the relationship between board composition and stockholder suits», *Strategic Management Journal*, vol. 11, pp. 327-336.
- KESNER, I. F.; VICTOR, B., y LAMONT, B. T. (1986): «Board composition and the commission of illegal acts: an investigation of Fortune 500 companies», *Academy of Management Journal*, vol. 29, pp. 789-799.
- KOSNIK, R. D. (1987): «Greenmail: a study of board performance in corporate governance», *Administrative Science Quarterly*, vol. 32, pp. 163-185.
- KOSNIK, R. D. (1990): «Effects of board demography and directors' incentives on corporate greenmail decisions», *Academy of Management Journal*, vol. 33.
- LORSCH, J. W., y MACIVER, E. I. (1989): *Pawns or potentates: the reality of America's corporate boards*, Boston, MA, Harvard Business Press.
- MALLETTE, P., y FOWLER, K. L. (1992): «Effects of board composition and stock ownership on the adoption of poison pills», *Academy of Management Journal*, vol. 35, pp. 1010-1035.
- MANGEL, R., y SINGH, H. (1993): «Ownership structure, board relationships and CEO compensation in large U.S. corporations», *Accounting and Business Research*, vol. 23, pp. 339-350.

- MCWILLIAMS, V. B., y SEN, N. (1998): «Board monitoring and antitakeover amendments», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 32.
- MIZRUCHI, M. S. (1983): «Who controls whom? An examination of the relation between management and boards of directors in large American corporations», *Academy of Management Review*, vol. 8, pp. 426-435.
- MOZ, R. (1988): «Managerial domination of boards of directors and financial performance», *Journal of Business Research*, vol. 16, pp. 235-249.
- OCASIO, W. (1994): «Political dynamics and the circulation of power: CEO succession in U. S. industrial corporations, 1960-1990», *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, pp. 285-312.
- PFEFFER, J., y SALANCICK, G. R. (1978): *The external control of organizations: a resource dependence perspective*, Nueva York, Harper and Row.
- RHOADES, D. L.; RECHNER, P. L., y SUNDARAMURTHY, Ch. (2000): «Board composition and financial performance: a meta-analysis of the influence of outside directors», *Journal of Managerial Issues*, vol. 12, n.º 1, pp. 76-91.
- ROSENSTEIN, J.; BRUNO, A. V.; BYGRAVE, W. D., y TAYLOR, N. T. (1993): «The CEO, venture capitalists, and the board», *Journal of Business Venturing*, vol. 8, pp. 99-113.
- ROSENSTEIN, S., y WYATT, J. G. (1990): «Outside directors, board independence, and shareholder wealth», *Journal of Financial Economics*, vol. 26, pp. 175-191.
- SCHELLENGER, M. H.; WOOD, D. D., y TASHAKORI, A. (1989): «Board of director composition, shareholder wealth, and dividend policy», *Journal of Management*, vol. 15, pp. 457-467.
- SCHMIDT, R. (1975): «Does board composition really make a difference?», *Conference Board Record*, vol. 12, n.º 10, pp. 38-41.
- SUBRAHMANYAM, V.; RANGAN, N., y ROSENSTEIN, S. (1997): «The role of outsider directors in bank acquisitions», *Financial Management*, otoño.
- SUNDARAMURTHY, Ch.; MAHONEY, J. M., y MAHONEY, J. T. (1997): «Board structure, antitakeover provisions, and stockholder wealth», *Strategic Management Journal*, vol. 18.
- VANCE, S. C. (1955): *Functional control and corporate performance in large scale industrial enterprise*, Amherst, MA, The University of Massachusetts.
- VANCE, S. C. (1964): *Board of directors: structure and performance*, Eugene, OR, University of Oregon Press.
- VANCE, S. C. (1968): *The corporate director: a critical evaluation*, Homewood, IL, Dow Jones-Irwin.
- WADE, J.; O'REILLY, C. A., y CHANDRATAT, I. (1990): «Golden parachutes: CEOs and the exercise of social influence», *Administrative Science Quarterly*, vol. 35, pp. 587-603.
- WEISBACH, M. S. (1988): «Outside directors and CEO turnover», *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 431-460.

- WHESTPHAL, J. D., y ZAJAC, E. J. (1995): «Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity, and new director selection», *Administrative Science Quarterly*, vol. 40, pp. 60-83.
- ZAHRA, S. A., y PEARCE, J. A. (1989): «Boards of directors and corporate financial performance: a review and integrative model», *Journal of Management*, vol. 15, n.º 2, pp. 291-334.
- ZHARA, S. A., y STANTON, W. W. (1988): «The implications of board of directors composition for corporate strategy and performance», *International Journal of Management*, vol. 5, pp. 229-236.