

**LA INFLUENCIA DEL PODER DE LA DIRECCIÓN  
EN EL RIESGO Y EN EL VALOR DE LA EMPRESA:  
EVIDENCIA PARA EL MERCADO ESPAÑOL**

**Antonio Mínguez y Juan Francisco Martín\***

WP-EC 2005-13

Correspondencia a: Antonio Mínguez Vera, Dpto. de Economía Financiera y Contabilidad, Facultad de Ciencias de la Empresa, Universidad Politécnica de Cartagena, Paseo Alfonso XIII, 50, 30203 Cartagena (Murcia), Tf.: 968 325761, Fax: 968 325782, E-mail: antonio.minguez@upct.es.

Editor: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A.

Primera Edición Abril 2005

Depósito Legal: V-2048-2005

*Los documentos de trabajo del IVIE ofrecen un avance de los resultados de las investigaciones económicas en curso, con objeto de generar un proceso de discusión previo a su remisión a las revistas científicas.*

---

\* A. Mínguez: Dpto. de Economía Financiera y Contabilidad, Universidad Politécnica de Cartagena ; J. F. Martín: Dpto. de Organización de Empresas y Finanzas, Universidad de Murcia.

# LA INFLUENCIA DEL PODER DE LA DIRECCIÓN EN EL RIESGO Y EN EL VALOR DE LA EMPRESA: EVIDENCIA PARA EL MERCADO ESPAÑOL

Antonio Mínguez y Juan Francisco Martín

## RESUMEN

Este trabajo analiza la influencia del poder de los principales dirigentes en el riesgo empresarial. Como medidas de poder se han incluido la confluencia de los cargos de presidente y CEO en una misma persona, el estatus de fundador de ambos dirigentes, así como su antigüedad y propiedad y el tamaño del consejo de administración. Como medidas de riesgo se han empleado el riesgo sistemático y específico, la desviación típica de las rentabilidades de las acciones y el error absoluto estimado de un modelo donde la variable dependiente es una aproximación a la Q de Tobin y diversas variables relativas al consejo, al CEO y de control son las independientes. El estudio se encuadra en un entorno, como es el mercado español, diferente del norteamericano, donde se centra la escasa evidencia empírica previa relacionada con el tema. Los resultados muestran que confluencia de los cargos de presidente del consejo de administración y principal ejecutivo en una misma persona, y el estatus de socio fundador de ambos dirigentes incrementan el riesgo de la sociedad, mientras que la antigüedad de presidente y CEO y el tamaño del consejo lo disminuyen. En cuanto al efecto de la propiedad de ambos dirigentes no resulta concluyente. Adicionalmente, ha analizado la repercusión de los citados *proxies* de poder en el valor de la empresa, obteniéndose que la concurrencia de cargos y el estatus de socios fundadores de estos decisores aumenta el valor de la empresa. Por el contrario, la antigüedad de los mismos y el tamaño del consejo de administración se encuentran negativamente relacionados con dicho valor. Por último, la propiedad de presidente y CEO repercuten de forma no lineal en la aproximación a la Q de Tobin.

*Palabras clave:* Presidente del consejo, CEO, Poder, Riesgo, Valor

*Clasificación JEL:* G30, G34

## ABSTRACT

This paper analyzes the effect of the power of the chairman and CEO on firm risk. As proxies of power several variables have been employed: the fact that a person accumulates both the CEO and the Chairman titles, the fact of CEO or Chairman being founders, their tenure, their shareholding and the size of the board. Risk has been measured by the systematic and the specific risks, by the stock return standard deviation and by the estimated error of a model having Tobin's Q as dependent variable and several Board, CEO and control variables as independent variables. There is no previous empirical evidence in the Spanish market. Results show that the fact of being founders and the accumulation of titles increases risk and the size of the board and the chairman tenure reduces firm risk. The effect of shareholding on risk is not conclusive. In addition, the effect of power variables on firm value has been examined. We find a positive effect of CEO or chairman being founders and of one person accumulating titles on firm value. The size of the board and the chairman tenure present a negative effect on Tobin's Q. Finally, we found a non-monotonic relationship between shareholdings and firm value.

*Key words:* Chairman, CEO, Power, Risk, Value

*JEL classification:* G30, G34

## 1. Introducción

El gobierno de la empresa comprende una serie de mecanismos cuya función consiste en unificar los intereses de propietarios y gestores. Estos mecanismos se pueden clasificar en internos y externos a la empresa. Los internos, entre los que se encuentran la estructura accionarial de la compañía, el consejo de administración y los sistemas de remuneración, son especialmente relevantes en un contexto, como el español, donde el desarrollo de los mercados y, por tanto, de los mecanismos de control externos, es inferior al de los países anglosajones.

Un gran número de trabajos se han dedicado a investigar la influencia de los mecanismos internos y sus características en el valor de la compañía. Entre otros, podemos citar la concurrencia en una misma persona de los cargos de presidente del consejo y principal ejecutivo, CEO<sup>1</sup>, el estatus de socio fundador de ambos, la permanencia de los consejeros y directivos en su cargo, la participación accionarial de los *insiders* (directivos y miembros del consejo de administración) y el tamaño del consejo de administración.

Sin embargo, investigaciones recientes se han planteado la posibilidad de que las características citadas no sólo influyan en el valor de la empresa, sino que además sean un determinante de su riesgo. Así, Sah y Stiglitz (1986, 1991) afirman que las decisiones tomadas por consenso tienen menor probabilidad de ser arriesgadas. Por tanto, cuanto mayor es el poder de los principales dirigentes de la empresa, habrá una mayor posibilidad de que se lleven a cabo estrategias que vayan en detrimento de la estabilidad del rendimiento. A partir de esta idea, Adams et al. (2005) estudian el efecto que pueden tener algunas variables relacionadas con el poder del principal ejecutivo en el riesgo empresarial.

El objetivo de este trabajo es examinar la influencia del poder del presidente del consejo y del CEO en el riesgo de la compañía. Como *proxies* del poder se han utilizado dos variables *dummies*. La primera es indicativa de la concurrencia en una única persona de ambos cargos, mientras que la segunda distingue si las personas que ejercen estas funciones son o no fundadores de la sociedad. También se han incluido la antigüedad de los dirigentes en la empresa, su participación en el capital de la misma y el tamaño del consejo de administración. En cuanto a las medidas de riesgo, se han contemplado los riesgos sistemático y específico derivados del modelo de mercado, la desviación típica del rendimiento de las

---

<sup>1</sup> El término “CEO” (Chief Executive Officer) se emplea para referirnos al Consejero Delegado o Director General.

acciones y el valor absoluto del error estimado en un modelo donde la variable dependiente es el valor de la empresa, y las variables independientes son diversos *proxies* de poder y una serie de variables de control. Adicionalmente, también se muestra nueva evidencia de la repercusión de las mencionadas medidas de poder en el valor de la compañía.

Bajo nuestro punto de vista, las aportaciones que realiza el trabajo son varias. Por un lado, complementa la muy escasa evidencia empírica relacionada con el tema. Que tengamos conocimiento, sólo un trabajo (Adams et al., 2005), centrado en el mercado norteamericano, plantea el efecto del poder de los dirigentes en el riesgo.<sup>2</sup> Además, la citada evidencia se centra únicamente en el CEO, mientras que nuestro trabajo también aborda el poder del presidente del consejo de administración. Por otro lado, al contrario que en el trabajo de Adams et al. (2005), se realizan estimaciones utilizando la metodología de datos de panel, lo que permite controlar la heterogeneidad inobservable de las empresas, que pudiera estar correlacionada con las variables explicativas, circunstancia que, si no se tiene en cuenta, puede sesgar las estimaciones de los coeficientes obtenidos. Este trabajo también presenta evidencia interesante relativa al efecto de determinadas variables en el valor de la empresa.

Los resultados muestran, en primer lugar, que la concurrencia de los cargos de presidente y CEO en una misma persona y el estatus de fundador de ambos dirigentes aumentan el riesgo de la empresa. Además, se observa que la antigüedad en el cargo y el tamaño del consejo de administración se encuentran negativamente asociados con el riesgo. También se halla un efecto negativo de la permanencia del presidente y del CEO y del tamaño del consejo en el valor de la empresa. Así como una repercusión positiva de la confluencia de cargos y el estatus de socio fundador y no lineal de la propiedad de ambos dirigentes en dicho valor.

El resto del trabajo se estructura en cuatro apartados. En el segundo se presentan los fundamentos teóricos y la evidencia empírica previa. En el tercero se describe la selección de datos y las características de la muestra. En el cuarto se comenta la metodología empleada. En la sección quinta se exponen los resultados. Finalmente, se presentan las conclusiones.

---

<sup>2</sup> Este mercado se encuadra en el contexto anglosajón, y a diferencia del mercado español, se caracteriza por una inferior concentración de la propiedad, una elevada protección del inversor y una mayor presencia de los mecanismos externos de control (La Porta et al., 2002).

## **2. Fundamentos teóricos y evidencia empírica previa**

Algunas características de las empresas y de sus gestores pueden ser importantes a la hora de explicar el poder que estos últimos ejercen en la compañía y la eficiencia de los mecanismos de control. Así, una cuestión importante a la hora de medir la eficacia de la dirección en el desarrollo de su labor es la concurrencia en una misma persona de los cargos de presidente del consejo y principal ejecutivo. Los códigos de buen gobierno, entre ellos el español, recomiendan la separación de ambos cargos con el fin de reducir el poder del principal responsable e incrementar la capacidad supervisora del consejo de administración. Un argumento similar es utilizado por Jensen (1993) para justificar la dualidad de los máximos dirigentes de la empresa.

Sin embargo, la separación también presenta una serie de inconvenientes. Por ejemplo, si bien puede aumentar los incentivos del consejo de administración para controlar al CEO, introduce los costes de agencia debidos al control del presidente por parte de los propietarios de la sociedad. Otro coste viene provocado por la inadecuada transferencia de información que puede producirse entre presidente y CEO (máximos responsables de la marcha de la empresa). Finalmente, la dualidad de cargos puede producir confusión sobre quien realmente dirige la compañía y quien es el responsable de una hipotética mala marcha de la misma, además de duplicar la compensación monetaria de ambos gestores (Brickley et al., 1997).

En cuanto a la evidencia empírica, Rechner y Dalton (1991) y Pi y Timme (1993) encuentran que aquellas empresas con una estructura de liderazgo separada presentan un mayor valor. Sin embargo, Baliga et al. (1996) y Adams et al. (2005) no encuentran una relación concluyente entre la separación de títulos y el rendimiento, mientras que Brickley et al. (1997) muestran que los costes que supone la división de los cargos son superiores a las ventajas que presenta.

Otra característica importante a la hora del estudio de la eficacia de presidente y CEO es el estatus de fundador del que pueden disfrutar ambos dirigentes. Así, Donaldson y Lorch (1983) y Finkelstein (1992) consideran que un gestor fundador tendrá más influencia en la empresa, aunque su repercusión sobre el rendimiento de la sociedad puede provocar dos efectos contrarios. Por un lado, cabe un efecto positivo si el mayor poder es utilizado para maximizar el valor de la compañía. Por otro, el título de fundador también puede servir como escudo ante un comportamiento ineficiente del gestor que lo ostenta. La evidencia empírica mostrada por Adams et al. (2005) parece decantarse por la primera opción al encontrar un efecto positivo de esta variable en el rendimiento.

Siguiendo con las características de los gestores de la compañía, la antigüedad en el cargo es otra variable a tener en cuenta. Así, debería observarse una relación positiva entre la permanencia de los dirigentes y el valor de la empresa, ya que, como afirman Hermalin y Weisbach (1991), una mayor persistencia de los gestores actuando como tales debería estar asociada a un adecuado desempeño de su labor y, por tanto, a una mayor capacidad para maximizar el valor de la sociedad. No obstante, algunos autores como Vancil (1987) indican que la antigüedad puede ser consecuencia de un efecto atrincheramiento derivado de la imposibilidad de cesar a los gestores ineficientes por el poder que éstos pueden ostentar en la compañía. Por tanto, tendría consecuencias negativas en el valor de la empresa.

En cuanto a la evidencia empírica, Hermalin y Weisbach (1991), encuentran una relación positiva entre el periodo de permanencia de gestores y el valor de la sociedad, mientras que Wiblin y Woo (1999) observan una relación negativa. Por otra parte, Gispert (1998) obtiene, para el mercado español, una repercusión negativa del cese de consejeros en el valor de la empresa, lo que indicaría que la permanencia en el cargo de gestores está relacionada con un comportamiento eficiente en el desempeño de su cargo.

El porcentaje de acciones de la compañía en manos de los gestores también es una característica a tener en cuenta a la hora de reducir los conflictos de agencia. El comportamiento discrecional de los agentes debería disminuir al aumentar su participación accionarial. De este modo, cabría esperar una mayor eficacia y, por tanto, un mayor valor de la empresa, cuanto más elevada fuera la participación de los *insiders* en el capital de la misma. Sin embargo, existen argumentos que pueden rebatir este planteamiento. Así, un *insider* adverso al riesgo, con una gran fracción de su riqueza ligada al devenir de la compañía, puede llevar a cabo políticas no maximizadoras del valor pero que limiten el riesgo.

Además, la participación en el capital de la sociedad por parte de los consejeros y directivos, puede suponer una pérdida de eficiencia a la hora de ejercer el control sobre los comportamientos oportunistas de los miembros del consejo y de los directivos, si utilizan su poder de voto para evitar la actuación de los mencionados mecanismos de control. Por tanto, la participación accionarial de los *insiders* puede provocar dos comportamientos diferentes, recogidos en dos hipótesis opuestas (Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983). La primera de ellas prevé un aumento del valor de la compañía al incrementarse la participación de los *insiders* (hipótesis de convergencia). La segunda plantea una relación negativa entre propiedad de los *insiders* y valor de la empresa (hipótesis de atrincheramiento).

La evidencia empírica no es concluyente con respecto de la influencia de esta variable en el valor de la compañía. Así, los resultados de Chaganti y Damanpur (1991) y Mehran (1995) apoyarían la hipótesis de convergencia; mientras que otros como el de Weisbach

(1988) parecen mostrar un posible efecto atrincheramiento. Sin embargo, la mayoría de los trabajos han observado una relación no lineal entre distintas formas de medir la participación de los *insiders* y el valor de la sociedad. Como ejemplo se pueden citar a Morck et al. (1988), Hermalin y Weisbach (1991), Jarrell y Poulsen (1988), Stulz (1988), McConnell y Servaes (1990), Mudambi y Nicosia (1998), Fernández et al. (1998), Ersoy-Bozcuk y Lasfer (2000), Grullon y Kanatas (2001), Hillier y McColgan (2001) y López y Rodríguez (2001), entre otros. Estos resultados ponen de manifiesto el predominio de una u otra hipótesis para distintos rangos de participación.

Por último, el tamaño del consejo de administración se considera un factor importante en el estudio de su labor supervisora.<sup>3</sup> En este sentido, un elevado número de consejeros puede incrementar el control ejercido sobre la dirección, ya que la diversidad de opiniones y críticas sobre la labor directiva se supone mayor. No obstante, un consejo demasiado numeroso puede dificultar la comunicación, la coordinación, el procesamiento de información y, en definitiva, todo el proceso de toma de decisiones. Además, también puede provocar el problema del *consejero polizón*, el cual se inhibiría de sus funciones de control teniendo una actuación más simbólica que activa (Hermalin y Weisbach, 2001).

La mayor parte de la evidencia empírica pone de manifiesto una relación negativa entre el tamaño del consejo y el valor de la compañía (Kini et al., 1995, en el mercado norteamericano; Wiblin y Woo, 1999, en Australia; y De Andrés et al., 2005, para una muestra de empresas de 10 países de Europa Occidental y América de Norte).

Sin embargo, además de influir en el valor de la empresa, la concurrencia de cargos, el estatus de fundador, la antigüedad y propiedad de los principales gestores y el tamaño del consejo de administración, pueden, como *proxies* de poder, estar relacionadas con el riesgo de la compañía.

La idea parte de los trabajos de Sah y Stiglitz (1986,1991). En el primero de ellos, los autores establecen un modelo según el cual resulta menos probable que un gran grupo de decisores acepten un mal proyecto de inversión y viceversa. En el artículo de 1991, demuestran que, efectivamente, la probabilidad de una elevada variabilidad en la rentabilidad es menor en aquellas empresas donde existe un gran número de gestores. Así, el incremento en el tamaño del grupo de decisión tiene similares efectos a un descenso en el poder de un decisor concreto. De ahí parte la hipótesis de la relación positiva entre poder del gestor y el riesgo de la compañía.

---

<sup>3</sup> Tal y como ponen de manifiesto las recomendaciones de los distintos códigos de buen gobierno (Cadbury, Vienot y Olivencia, entre otros).

En este sentido, Sah (1991) lanza la idea de que aquellos países dirigidos por un autócrata podrían tener una mayor variabilidad en su producción que los estados democráticos. Esta hipótesis fue contrastada por Almeida y Ferreira (2002), obteniendo evidencia de dicha relación. Ya en el ámbito de la empresa, Adams et al. (2005) plantean la hipótesis de que distintas variables relacionadas con el poder del CEO podrían influir en el riesgo de la compañía.

Partiendo de este planteamiento, la concurrencia de los cargos de presidente y principal ejecutivo en una misma persona y el estatus de fundador de ambos dirigentes, pueden incrementar su poder en la empresa y, por tanto, repercutir positivamente en la en el riesgo. Adams et al. (2005) obtienen un efecto no significativo en el riesgo de la confluencia de cargos, mientras que la cualidad de fundador del principal ejecutivo incrementa dicho riesgo.

En cuanto a la antigüedad en el cargo del presidente y del CEO, puede incrementar el poder de ambos en la empresa y, por tanto, la probabilidad de que se lleven a cabo políticas más arriesgadas. Sin embargo, la experiencia que otorga la mayor permanencia es posible que lleve a decisiones más conservadoras. Adams et al. (2005) obtienen un efecto no significativo de esta variable en el riesgo.

Otra cuestión importante a la hora de determinar el poder de los principales gestores es el porcentaje de acciones que posean en la sociedad. Sin embargo, su efecto sobre el riesgo no resulta claro a priori, ya que, por un lado, el mayor peso que puede tener en la empresa el decisor propietario incrementa la probabilidad de llevar a cabo políticas arriesgadas. Por otro lado, la riqueza del gestor se puede ver afectada por el riesgo, lo que le llevaría a realizar políticas más conservadoras. Adams et al. (2005), muestran evidencia de estas dos posibles repercusiones al obtener una relación no lineal entre la propiedad del principal ejecutivo y algunas de las medidas de riesgo utilizadas, de manera que a bajos niveles de concentración accionarial predomina un efecto positivo, mientras que en niveles altos ocurre lo contrario.

Además, el tamaño del consejo puede ser un determinante del poder de su presidente en la empresa. No cabe duda, que en un consejo relativamente pequeño, su máximo responsable puede tener un mayor peso a la hora de la toma de decisiones. Esta circunstancia permitiría al dirigente implementar políticas más arriesgadas. No obstante, este planteamiento sería contrario al propuesto por Demsetz y Lehn (1985). Estos autores sugieren que un incremento en la incertidumbre (medida por la volatilidad de la rentabilidad de las acciones) puede aumentar el riesgo moral. Por tanto, los propietarios tenderán a limitar el poder de los *insiders*, por lo que cabría esperar una relación negativa entre poder y riesgo.

### 3. Muestra y datos

La muestra objeto del estudio está compuesta por aquellas empresas no pertenecientes al sector financiero que cotizaban en el Mercado Continuo en el período de enero de 1995 a diciembre de 2000. Dadas algunas limitaciones en cuanto a la disponibilidad de datos, supone 68 compañías y 408 observaciones. La identidad del presidente y del CEO, así como sus fechas de nombramiento se obtuvieron de las bases de datos Dicodi, Duns, Nueva Empresa y Who's Who in Spain, así como de Internet y del registro de consejeros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), en el que figura la fecha de nombramiento, la de cese y el cargo de cada uno de los miembros de los consejos de administración de las empresas cotizadas. Igualmente, a partir del registro de consejeros se calculó el número de componentes del consejo.

La información referida a la propiedad accionarial de los principales dirigentes se obtuvo del registro de participaciones significativas de la CNMV. A partir de Internet, Who's Who in Spain y Nueva Empresa, se cotejó si el presidente del consejo y el CEO figuraban como fundadores de la compañía. Los datos contables y la antigüedad de las empresas fueron obtenidos de la base de datos SABI.<sup>4</sup> Finalmente, el número de acciones y los precios de cotización provienen del Boletín Anual de Cotización de la Bolsa de Madrid.

Como medidas del riesgo de la empresa se han considerado el riesgo sistemático (BETA) y el riesgo específico (RESP), medido como la desviación típica del término del error, que se obtiene del modelo de mercado estimado con datos diarios. En tercer lugar, se ha contemplado la desviación típica del rendimiento de las acciones, DTIP, también estimado a partir de datos diarios.<sup>5</sup> Por último, de forma similar al trabajo de Adams et al. (2005), se ha incluido el error absoluto estimado de un modelo donde una aproximación a la Q de Tobin, definida como la suma del valor de mercado de los recursos propios más el valor contable de la deuda dividido por el valor contable del activo total, es la variable dependiente y como variables independientes figuran algunas relativas al consejo y su presidente, al CEO y diversas variables de control.<sup>6</sup>

---

<sup>4</sup> Sistema de Análisis de Balances Ibéricos, elaborado por Bureau Van Dijk.

<sup>5</sup> Esta medida se corresponde con el riesgo total de la empresa, por lo que está directamente relacionada con el riesgo sistemático, BETA, y con el específico, RESP. En consecuencia, no será de extrañar que las relaciones observadas para estas variables se obtengan también para el riesgo total.

<sup>6</sup> Para introducir el efecto sectorial en el análisis, se le ha restado a cada una de las variables dependientes el valor medio del sector al que pertenece la empresa, para cada año.

Como *proxies* del poder de los principales dirigentes de la empresa se emplean tres variables *dummies*. La primera, CCAR, toma el valor uno cuando concurren los cargos de presidente y CEO en una misma persona. La segunda toma valor unitario cuando el presidente es fundador de la compañía, PREFU. La tercera, CEOFU, es igual a uno cuando el CEO es fundador. Además se ha contemplado la antigüedad del presidente, APRE, y del CEO, ACEO, la propiedad accionarial del presidente, PAPRE, y del CEO, PACEO, (estas dos últimas variables también se incluyen al cuadrado, PAPRE2 y PACEO2, con la intención de contemplar un posible efecto no lineal en la variable dependiente) y el logaritmo natural del tamaño del consejo de administración, LNCON.

También se han incluido una serie de variables de control. Concretamente, la concentración accionarial de aquellos accionistas que poseen un 5% o más del capital de la empresa, SPS, la antigüedad de la compañía, EDAD, el tamaño de la sociedad, TAM, aproximado por el logaritmo natural del activo total, los gastos de inmovilizado sobre ventas, GIVEN, el ratio de endeudamiento a largo plazo, END, calculado como el cociente entre la deuda a largo plazo de la empresa y su activo total, y la diversificación de los negocios de la compañía, medida por el número de negocios distintos teniendo en cuenta los dos primeros dígitos del código SIC, NEG.<sup>7</sup>

La selección de las variables de control se ha realizado en función de los trabajos previos de Morck et al. (1988), Yermack (1996), Himmelberg et al. (1999) y Adams et al. (2005). Esto permite comparar los resultados de este trabajo con los obtenidos con Adams et al. (2005), única evidencia empírica previa relacionada con el tema.

Esperamos que las empresas más jóvenes, con menos tamaño o con mayor diversificación de su actividad tengan menor riesgo. En cuanto al endeudamiento y al nivel de inversión, cabe esperar que se encuentren positivamente relacionadas con el riesgo empresarial. Finalmente, aunque no ha sido contemplada en estudios previos, se incluye como variable de control la propiedad de aquellos accionistas que poseen una participación significativa en la empresa. El motivo de su inclusión se debe a la estructura de propiedad más concentrada que presenta el mercado español con respecto a los mercados del ámbito anglosajón. Sin embargo, su influencia sobre el riesgo no resulta clara a priori. Por un lado, una mayor concentración puede implicar que la capacidad de influir en las decisiones empresariales depende de menos personas, lo que se puede traducir en políticas más arriesgadas. Por el contrario, una gran concentración accionarial implica una mayor fracción de la riqueza de esos inversores ligada al devenir de la empresa, lo que puede conducir a políticas no maximizadoras del valor de la empresa pero que limiten el riesgo.

---

<sup>7</sup> El resumen y la descripción de las variables también se incluyen en el anexo.

En el cuadro 1 figuran los estadísticos descriptivos de las variables. Los riesgos sistemático, BETA, y específico, RESP, presentan una media del 0,55 y del 0,01, respectivamente. Demsetz y Villalonga (2001) obtienen unos valores del 1,09 y del 0,06 para sendas variables en el mercado norteamericano. En cuanto a la desviación típica del rendimiento de los precios, DTIP, se obtiene un valor del 0,02. La aproximación a la Q de Tobin, Q, toma un valor medio de 1,6, próximo al 1,1 obtenido por Demsetz y Villalonga (2001), en el mercado norteamericano, al 1,96 aportado por Hillier y McColgan (2002), en el Reino Unido, y a los 1,01, 1,44 y 1,23, mostrados por López y Rodríguez (2001), De Andrés et al. (2002) y Alonso y De Andrés (2002), respectivamente, en el mercado español.

**Cuadro 1. Estadísticos descriptivos**

Variables	Media	Mediana	Desv. Típica	Mínimo	Máximo
BETA	0,552	0,554	0,315	-0,393	1,586
RESP	0,012	0,012	0,005	0,003	0,045
DTIP	0,020	0,020	0,005	0,005	0,054
Q	1,642	1,287	1,220	0,330	10,763
CCAR	0,400	0,000	0,491	0,000	1,000
PREFU	0,210	0,000	0,405	0,000	1,000
CEOFU	0,100	0,000	0,304	0,000	1,000
APRE	5,951	6,087	3,920	0,0273	29,589
ACEO	5,599	5,506	4,081	0,030	34,528
PAPRE	3,140	0,010	9,726	0,000	77,000
PACEO	2,047	0,001	8,070	0,000	60,840
NCON	10,970	10,000	5,126	2,000	26,000
SPS	47,864	49,363	25,905	0,000	99,970
EDAD	46,613	43,415	24,103	6,506	100,761
TAM	12,746	12,544	1,536	8,699	17,685
GIVEN	0,102	0,042	0,208	0,000	1,829
END	0,127	0,081	0,139	0,000	0,774
NEG	1,490	1,000	0,582	1,000	3,000

VARIABLES: BETA (riesgo de mercado), RESP (riesgo específico), DTIP (desviación típica de la rentabilidad de las acciones de la empresa), Q (aproximación a la Q de Tobin), CCAR (*dummy* que toma el valor uno cuando coinciden en una misma persona los cargos de presidente y CEO (Consejero Delegado o Director General)), PREFU (*dummy* que toma un valor unitario cuando el presidente del consejo de administración es socio fundador de la empresa), CEOFU (*dummy* que toma un valor unitario cuando el CEO es socio fundador de la empresa), APRE (antigüedad del presidente del consejo de administración en la empresa, en años), ACEO (antigüedad del CEO en la empresa, en años), PAPRE (participación accionarial del presidente del consejo de administración, en %), PACEO (participación accionarial del CEO, en %), NCON (número de miembros del consejo de administración, %), SPS (suma de la propiedad de los accionistas que poseen un 5% o más del capital de la empresa, en %), EDAD (antigüedad de la empresa, en años), TAM (tamaño de la empresa, aproximado por el logaritmo natural del activo total), GIVEN (Gastos de inmovilizado sobre ventas), END (deuda a largo plazo sobre activo contable total), NEG (diversificación de los negocios de la empresa, medida a través del número de códigos Sic distintos en sus dos primeros dígitos).

En el 40% de los casos coinciden en una misma persona los cargos de presidente y CEO. El 21% de los presidentes son a su vez socios fundadores de la empresa, mientras que para el CEO esta cifra se sitúa en el 10%. En cuanto a la antigüedad en el cargo, se encuentra

próxima a los seis años para ambos cargos. Shivdasani y Yermack (1999) obtienen una media similar para la permanencia del CEO. Por lo que respecta a la participación accionarial del presidente del consejo de administración y del CEO, presentan una media del 3,1% y 2%, respectivamente. Core et al. (1999) y Adams et al. (2005) muestran una cifra del 2% para la propiedad del CEO. Finalmente, La media del número de consejeros es de 10,9, próxima a la que encuentran Fernández et al. (1998), 10,75, siendo este tamaño consistente con las recomendaciones del Código Olivencia que cifran la dimensión óptima entre 5 y 15 miembros.

La concentración de la propiedad en manos de los accionistas con participaciones significativas, SPS, se cifra en un 47%, valor próximo al 42% obtenido por Wiblin y Woo (1999) en el mercado australiano. La edad media de la empresa, EDAD, se sitúa en torno a 46 años, mientras que el logaritmo del activo total, LACT, toma un valor medio de 12,7. Los gastos de inmovilizado son el 10% de las ventas, GIVEN. Adams et al. (2005) obtienen un ratio para esta variable del 7%. En cuanto al endeudamiento a largo plazo, END, supone el 12% del activo total. Finalmente, el número de negocios distintos que tienen las compañías de nuestra muestra, NEG, se sitúa en el 1,49.

#### **4. Metodología**

Para llevar a cabo nuestro estudio utilizamos la metodología de datos de panel. Ésta nos permite eliminar la heterogeneidad inobservable que pudieran presentar las distintas empresas de nuestra muestra (puesta de manifiesto por Himmelberg et al., 1999, entre otros), que además resultaría susceptible de estar correlacionada con las variables dependientes, sesgando los coeficientes obtenidos. En el caso de que la heterogeneidad inobservable se relacione con las variables explicativas debe realizarse una inferencia condicional sobre las realizaciones de estos efectos en la muestra (estimación por efectos fijos). Sin embargo, si los efectos no se encuentran correlacionados con las variables independientes se debe efectuar una inferencia incondicional (método de efectos aleatorios) (Arellano y Bover, 1990).

Para contrastar la existencia de correlación entre la heterogeneidad inobservable y las variables explicativas se utiliza el test de Hausman. Éste examina la igualdad de los coeficientes de las estimaciones por efectos fijos y las estimaciones por efectos aleatorios. La hipótesis nula es que los coeficientes de ambos modelos son similares. Si se rechaza dicha hipótesis, los coeficientes diferirán sensiblemente entre sí, siendo consistente únicamente la estimación intragrupos (efectos fijos).

La heterogeneidad inobservable y su posible correlación con las variables independientes no fueron contempladas por Adams et al. (2005) en su estudio, por lo que sus estimaciones pueden estar sesgadas. Además, con el fin de controlar la posible endogeneidad de las variables, que podría sesgar los coeficientes obtenidos, se realiza la estimación con datos de panel utilizando Mínimos Cuadrados en Dos Etapas, MC2E.

Para contrastar la influencia de las variables relativas al poder de los principales dirigentes en el riesgo de la empresa se realizan dos análisis diferentes. En el primero se estima el siguiente modelo:

$$R_{it} = \beta_0 + \sum \beta_j PDPRES (PDCEO)_{jit} + \sum \beta_j VCT_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

donde  $R$ , representa las tres medidas de riesgo alternativas (BETA, RESP y DTIP), PDPRES incluye a las variables relativas al consejo y a su presidente (CCAR, PREFU, APRE, PAPRE, PAPRE2, y LNCON), y PDCEO considera las variables relacionadas con el poder del CEO (CCAR, CEOFU, ACEO, PACEO y PACEO2). VCT representa a las variables de control (SPS, EDAD, TAM, GIVEN, END y NEG). Finalmente, las expresiones  $\psi_t$  y  $\eta_i$  hacen referencia a los efectos temporales y la heterogeneidad inobservable, respectivamente.

El segundo de los análisis, de forma similar al trabajo de Adams et al. (2005), se realiza en dos fases. En primer lugar se estima el siguiente modelo:

$$Q_{it} = \beta_0 + \sum \beta_j PDPRES (PDCEO)_{jit} + \sum \beta_j VCT_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

donde  $Q$  representa la aproximación a la  $Q$  de Tobin. El resto de las especificaciones son las mismas que para el modelo (1).

En una segunda fase, se aplica el test de heterocedasticidad de Glejser (1969) para contrastar la influencia de las variables seleccionadas en el riesgo de la empresa.<sup>8</sup> Para ello se parte de la siguiente ecuación:

$$|\hat{\varepsilon}|_{it} = \beta_0 + \sum \beta_j PDPRES (PDCEO)_{jit} + \sum \beta_j VCT_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

donde  $|\hat{\varepsilon}|_{it}$  representa el valor absoluto del error estimado en el modelo (2). El resto de las especificaciones son las mismas que las señaladas anteriormente.

---

<sup>8</sup> Para más detalles sobre el test de Glejser, véase Amemiya (1985).

El signo esperado la concurrencia de ambos cargos en una misma persona, CCAR, y del estatus de fundador (PREFU y CEOFU) será positivo, ya que previsiblemente incrementará el riesgo, al conferir un mayor poder al gestor. Para la antigüedad de presidente y CEO (APRE y ACEO) también se espera una relación positiva, si la permanencia en el cargo conlleva una mayor facilidad para realizar políticas más arriesgadas.

No está clara la influencia de la participación accionarial del presidente y del CEO (PAPRE y PACEO) en el riesgo. Por un lado, la concentración accionarial concede mayor poder y, por tanto, mayor probabilidad de realizar políticas que supongan una elevada inestabilidad. Por el contrario, dicha concentración hará que la variabilidad repercuta directamente en la riqueza del gestor, lo que puede llevarle a implementar políticas más conservadoras.

Finalmente, el signo esperado del tamaño del consejo, LNCON, es negativo ya que cuanto más pequeño es un consejo más poder tendrá el presidente y, por tanto, habrá una mayor probabilidad de que se lleven a cabo estrategias arriesgadas.

## **5. Resultados**

Los resultados del contraste de los modelos planteados se presentan en los cuadros del 2 al 5. Así, en los cuadros 2 y 3 se muestran los resultados de la ecuación 1 para el presidente del consejo y para el CEO, respectivamente. En el cuadro 4 se exponen los resultados de la ecuación 3 para ambos cargos. Finalmente, en el cuadro 5 se presentan los resultados de la ecuación 2, relativos a la influencia de las distintas variables en el valor de la empresa. Todas las estimaciones se han realizado por efectos fijos, al resultar el Test de Hausman significativo.

En el cuadro 2 se pone de manifiesto el efecto positivo esperado de la concurrencia de cargos, CCAR, en las tres medidas de riesgo (BETA, RESP y DTIP). Por tanto, el mayor poder que confiere la acumulación de responsabilidades es empleado para realizar políticas que incrementan el riesgo de la empresa. De igual forma, el estatus de socio fundador del presidente, PREFU, aumenta el riesgo, tal y como se planteaba en las hipótesis iniciales. Por contra, no se confirma el signo positivo previsto para la antigüedad del presidente, observándose un resultado negativo y significativo (aunque sólo al 10% para las variables BETA y DTIP). Una posible explicación podría venir por el hecho de que la experiencia que otorga la antigüedad pueda estar negativamente asociada al riesgo.

**Cuadro 2. Estimación MC2E de la influencia de poder del presidente del consejo de administración en el riesgo de la empresa**

<b>VARIABLES</b>	<b>BETA</b>	<b>RESP</b>	<b>DTIP</b>
<b>Constante</b>	-0,121 (-0,33)	0,011 (1,97**)	-0,002 (-0,46)
<b>CCAR</b>	0,146 (6,38***)	0,002 (7,74***)	0,002 (7,41***)
<b>PREFU</b>	0,169 (5,89***)	0,003 (7,78***)	0,003 (7,97***)
<b>APRE</b>	-0,008 (-1,90*)	-0,001 (-2,21**)	-0,001 (-1,93*)
<b>PAPRE</b>	0,005 (0,57)	0,001 (1,20)	0,000 (0,74)
<b>PAPRE2</b>	-0,001 (-0,65)	-0,000 (-1,17)	-0,000 (-0,78)
<b>LNCON</b>	-0,108 (-3,55***)	-0,011 (-2,99***)	-0,001 (-3,69***)
<b>SPSS</b>	0,001 (1,53)	0,001 (1,41)	0,000 (1,32)
<b>EDAD</b>	0,006 (0,93)	0,001 (1,63)	0,000 (1,14)
<b>TAM</b>	-0,024 (-1,01)	-0,001 (-2,08**)	-0,001 (-1,39)
<b>GIVEN</b>	0,102 (1,92*)	0,001 (1,33)	0,001 (1,94*)
<b>END</b>	0,010 (0,10)	0,000 (0,18)	0,000 (0,08)
<b>NEG</b>	0,123 (0,84)	0,002 (1,48)	0,002 (0,92)
<b>R<sup>2</sup> ajustado</b>	0,146	0,117	0,187
<b>Chi2</b>	351,85***	1210,37***	839,43***

\*, \*\*, \*\*\* Significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

VARIABLES: BETA (riesgo de mercado), RESP (riesgo específico), DTIP (desviación típica de la rentabilidad de las acciones de la empresa), CCAR (*dummy* indicativa de la coincidencia de los cargos de presidente y CEO en una misma persona), PREFU (*dummy* que toma un valor unitario cuando el presidente del consejo de administración es socio fundador de la empresa), APRE (antigüedad del presidente del consejo de administración en la empresa, en años), PAPRE (participación accionarial del presidente del consejo de administración, en %), PAPRE2 (PAPRE al cuadrado), LNCON (logaritmo del número de consejeros), SPS (suma de la propiedad de los accionistas que poseen un 5% o más del capital de la empresa), EDAD (antigüedad de la empresa, en años), TAM (tamaño de la empresa, aproximado por el logaritmo natural del activo total), GIVEN (gastos de inmovilizado sobre ventas), END (deuda a largo plazo sobre activo contable total), NEG (diversificación de los negocios de la empresa, medida a través del número de códigos Sic distintos en sus dos primeros dígitos).

En cuanto a la participación accionarial del presidente, no se obtiene relación alguna con ninguna de las tres medidas de riesgo, ni para el término lineal, PAPRE, ni para el cuadrático, PAPRE2. La justificación la podemos encontrar en los dos efectos contrarios que la propiedad puede tener sobre el riesgo. Por un lado, es posible que provoque un efecto positivo, si el mayor poder es utilizado para diseñar estrategias arriesgadas. Por otro, puede ser negativo si dicha propiedad hace que el dirigente se vuelva más conservador, debido a las repercusiones que sobre él puede tener el riesgo. Finalmente, para el tamaño del consejo, LNCON, se observa el efecto negativo esperado.

En lo referente a las variables de control, destaca el efecto negativo del tamaño de la empresa, TAM, aunque sólo resulta significativo sobre el riesgo específico, RESP. Los gastos de inmovilizado sobre ventas, GIVEN, incrementan la inestabilidad del rendimiento, medida a través del riesgo sistemático, BETA, y la desviación típica, DTIP. El resto de las variables de control presentan relaciones no significativas.

Los resultados para el CEO son muy similares (véase cuadro 3). Así se obtiene una repercusión positiva de la concurrencia de cargos, CCAR, y del estatus de socio fundador, CEOFU, sobre las tres variables de riesgo. Por el contrario, la antigüedad como CEO, ACEO, presenta un signo negativo y significativo al 5%, confirmando que la permanencia en el cargo de este dirigente se encuentra asociada a un riesgo inferior. Al igual que ocurría con el presidente del consejo, la propiedad del CEO, PACEO, y su transformación cuadrática, PACEO2, no ejercen efecto significativo sobre ninguna de las variables dependientes.

Los resultados de las variables de control también son similares. Éstos ponen de manifiesto un efecto positivo de los gastos de inmovilizado sobre ventas, GIVEN, y negativo del tamaño de la empresa, TAM. El resto de variables no tienen relaciones significativas.

En el cuadro 4 se exhiben los resultados referentes a la metodología utilizada por Adams et al. (2005). Así, se observa un efecto positivo de la concurrencia de cargos en el riesgo, coincidente con la evidencia de los cuadros 2 y 3. Adams et al. (2005) obtienen una relación no significativa para esta variable en el mercado norteamericano.

También se observa un efecto positivo del estatus de socio fundador del presidente y del CEO en el riesgo de la empresa. Estos resultados también coinciden con los obtenidos en los cuadros 2 y 3, y con la evidencia aportada por Adams et al. (2005) para el CEO. De igual modo, se confirma el efecto negativo de la antigüedad del presidente y del CEO, poniendo de manifiesto, una vez más, que la permanencia se encuentra asociada a la estabilidad. Este resultado difiere del de Adams et al. (2005), que no observa relación significativa entre antigüedad del CEO y el riesgo.

**Cuadro 3. Estimación MC2E de la influencia de poder del CEO en el riesgo de la empresa**

<b>Variables</b>	<b>BETA</b>	<b>RESP</b>	<b>DTIP</b>
<b>Constante</b>	-0,030 (-0,08)	0,014 (2,19**)	0,021 (3,08***)
<b>CCAR</b>	0,172 (7,28***)	0,003 (8,63***)	0,003 (8,41***)
<b>CEOFU</b>	0,111 (1,84*)	0,003 (3,55***)	0,003 (3,12***)
<b>ACEO</b>	-0,009 (-2,43**)	-0,001 (-2,13**)	-0,001 (-2,23**)
<b>PACEO</b>	0,000 (0,81)	0,000 (0,87)	0,000 (0,81)
<b>PACEO2</b>	-0,000 (-0,78)	-0,000 (-0,78)	-0,000 (-0,87)
<b>SPS</b>	0,001 (1,39)	0,000 (0,99)	0,000 (0,89)
<b>EDAD</b>	0,009 (1,37)	0,001 (1,56)	0,000 (1,63)
<b>TAM</b>	-0,064 (-2,55**)	-0,001 (-3,14***)	-0,001 (-3,10***)
<b>GIVEN</b>	0,137 (2,37**)	0,001 (1,54)	0,002 (2,47**)
<b>END</b>	0,016 (0,15)	0,001 (0,09)	0,003 (0,18)
<b>NEG</b>	0,144 (0,91)	0,003 (1,21)	0,002 (1,07)
<b>R<sup>2</sup> ajustado</b>	0,037	0,065	0,051
<b>Chi2</b>	271,72***	1001,69***	2101,11***

\*, \*\*, \*\*\* Significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

VARIABLES: BETA (riesgo de mercado), RESP (riesgo específico), DTIP (desviación típica de la rentabilidad de las acciones de la empresa), CCAR (*dummy* indicativa de la coincidencia de los cargos de presidente y CEO en una misma persona), CEOFU (*dummy* que toma un valor unitario cuando el CEO es socio fundador de la empresa), ACEO (antigüedad del CEO en la empresa, en años), PACEO (participación accionarial del CEO de la empresa, en %), PACEO2 (PACEO al cuadrado), SPS (suma de la propiedad de los accionistas que poseen un 5% o más del capital de la empresa), EDAD (antigüedad de la empresa, en años), TAM (tamaño de la empresa, aproximado por el logaritmo natural del activo total), GIVEN (gastos de inmovilizado sobre ventas), END (deuda a largo plazo sobre activo contable total), NEG (diversificación de los negocios de la empresa, medida a través del número de códigos Sic distintos en sus dos primeros dígitos).

**Cuadro 4. Estimación MC2E de la influencia de poder del presidente del consejo de administración y del CEO en el valor absoluto estimado de la Q de Tobin**

Variables	$ \hat{\varepsilon} $ de Q	$ \hat{\varepsilon} $ de Q
<b>Constante</b>	1,897 (1,90*)	2,692 (3,86***)
<b>CCAR</b>	0,134 (2,19**)	0,172 (3,98***)
<b>PREFU</b>	0,460 (5,99***)	
<b>CEOFU</b>		1,749 (13,56***)
<b>APRE</b>	-0,050 (-4,16***)	
<b>ACEO</b>		-0,041 (-5,34***)
<b>PAPRE</b>	0,164 (6,42***)	
<b>PAPRE2</b>	-0,002 (-6,09***)	
<b>PACEO</b>		0,329 (7,91***)
<b>PACEO2</b>		-0,005 (-7,63***)
<b>LNCON</b>	-0,886 (-10,58***)	
<b>SPS</b>	-0,001 (-0,08)	-0,000 (-0,36)
<b>EDAD</b>	0,088 (4,38***)	0,062 (4,21***)
<b>TAM</b>	-0,119 (-1,84*)	-0,278 (-5,29***)
<b>GIVEN</b>	0,237 (1,66*)	0,378 (3,62***)
<b>END</b>	0,196 (0,74)	0,259 (1,33)
<b>NEG</b>	-0,183 (-0,47)	-0,109 (-0,40)
<b>R<sup>2</sup> ajustado</b>	0,649	0,719
<b>Chi2</b>	16169,5***	29304,51***

\*, \*\*, \*\*\* Significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

VARIABLES:  $|\hat{\varepsilon}|$  de Q (valor absoluto del error de estimación del modelo definido por la aproximación a la Q de Tobin como variable dependiente), CCAR (*dummy* indicativa de la concurrencia de los cargos de presidente y CEO en una misma persona), PREFU (*dummy* que toma un valor unitario cuando el presidente del consejo es socio fundador de la empresa), CEOFU (*dummy* que toma un valor unitario cuando el CEO es socio fundador de la empresa), APRE (antigüedad del presidente del consejo en la empresa, en años), ACEO (antigüedad del CEO en la empresa, en años), PAPRE (participación accionarial del presidente del consejo, en %), PAPRE2 (PAPRE al cuadrado), PACEO (participación accionarial del CEO de la empresa, en %), PACEO2 (PACEO al cuadrado), LNCON (logaritmo del número de consejeros), SPS (suma de la propiedad de los accionistas que poseen un 5% o más del capital de la empresa), EDAD (antigüedad de la empresa, en años), TAM (tamaño de la empresa, aproximado por el logaritmo natural del activo total), GIVEN (gastos de inmovilizado sobre ventas), END (deuda a largo plazo sobre activo contable total), NEG (diversificación de los negocios de la empresa, medida a través del número de códigos Sic distintos en sus dos primeros dígitos).

En cuanto a las participaciones accionariales del presidente y del CEO, al contrario de lo que sucede en el cuadro 2, presentan en ambos casos un efecto no lineal en el valor absoluto del error estimado en el modelo (2). Así, se obtiene una relación positiva de la propiedad del presidente, PAPRE, y del CEO, PACEO, y negativa de su término cuadrático, PAPRE2 y PACEO2, con respecto a al riesgo. Esta relación no lineal coincide con la observada por Adams et al. (2005). El tamaño del consejo de administración, LNCON, sigue presentando el efecto negativo mostrado en el cuadro 2. Así, en consejos grandes el riesgo resulta inferior.

Para las variables de control, se obtiene un signo no significativo de la participación de los principales accionistas, SPS. Resultado similar al observado en los cuadros 2 y 3. Por tanto, parece que la propiedad de estos inversores no determina el riesgo empresarial. Lo mismo ocurre con el ratio de endeudamiento, END, y la diversificación de los negocios de la empresa, NEG. Sin embargo, se obtiene un efecto positivo de los gastos de inmovilizado sobre ventas, GIVEN, y de la antigüedad de la compañía, EDAD, en el riesgo, mientras que el tamaño de la empresa, TAM, presenta una repercusión negativa.

Aunque no es el principal objetivo de este trabajo, en el cuadro 5 se muestran los resultados relativos al contraste del modelo 2, relativo a la influencia de las variables del presidente del consejo y del CEO en el valor de la empresa.

Así, la concurrencia de los cargos de presidente y CEO, tiene un efecto positivo en la aproximación a la Q de Tobin. Este hecho puede deberse a que se elimina la necesidad de comunicación entre ambos cargos, reduciéndose posiblemente los costes de agencia. También puede poner de manifiesto que las decisiones más arriesgadas suelen ser las que presentan un mayor valor esperado. Igualmente, se observa una relación positiva entre los estatus de presidente y CEO fundadores y el valor de la empresa. Esta evidencia es similar a la mostrada por Adams et al. (2005). Con respecto de la antigüedad de los principales decisores, destaca el efecto negativo en la aproximación a la Q de Tobin. Por tanto, como afirma Vancil (1987), una elevada permanencia en el cargo puede ser consecuencia de un efecto atrincheramiento derivado de la imposibilidad de cesar a los gestores ineficientes, siendo penalizada esta circunstancia por el mercado. Este resultado coincide con el aportado por Wiblin y Woo (1999) en Australia.

También se obtiene una relación no lineal de la propiedad accionarial del presidente del consejo de administración y del CEO en la aproximación a la Q de Tobin, indicando una sucesión de efectos convergencia y atrincheramiento. Así, se observa un coeficiente positivo y significativo de la variable lineal, mientras que el término cuadrático presenta un signo negativo, y también significativo. Estos resultados son similares a los obtenidos, entre otros,

**Cuadro 5: Estimación MC2E de la influencia de poder del presidente del consejo de administración y del CEO en la Q de Tobin**

Variablen	Q	Q
Constante	1,073 (0,64)	1,721 (0,85)
CCAR	0,305 (2,93***)	0,414 (3,29***)
PREFU	0,966 (7,41***)	
CEOFU		2,061 (5,48***)
APRE	-0,072 (-3,55***)	
ACEO		-0,046 (-2,02**)
PAPRE	0,137 (3,17***)	
PAPRE2	-0,001 (-3,02***)	
PACEO		0,279 (2,30**)
PACEO2		-0,004 (-2,22**)
LNCON	-0,946 (-6,83***)	
SPS	0,001 (0,75)	-0,000 (-0,09)
EDAD	0,112 (3,63***)	0,093 (2,18**)
TAM	-0,235 (-2,14**)	-0,417 (-2,72***)
GIVEN	0,233 (0,96)	0,287 (0,94)
END	0,050 (0,11)	0,206 (0,36)
NEG	0,208 (0,31)	0,347 (0,43)
R <sup>2</sup> ajustado	0,029	0,056
Chi2	3059,36***	2075,26***

\*, \*\*, \*\*\* Significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

VARIABLES: Q (aproximación a la Q de Tobin), CCAR (*dummy* indicativa de la concurrencia de los cargos de presidente y CEO en una misma persona), PREFU (*dummy* que toma un valor unitario cuando el presidente del consejo es socio fundador de la empresa), CEOFU (*dummy* que toma un valor unitario cuando el CEO es socio fundador de la empresa), APRE (antigüedad del presidente del consejo en la empresa, en años), ACEO (antigüedad del CEO en la empresa, en años), PAPRE (participación accionarial del presidente del consejo, en %), PAPRE2 (PAPRE al cuadrado), PACEO (participación accionarial del CEO de la empresa, en %), PACEO2 (PACEO al cuadrado), LNCON (logaritmo del número de consejeros), SPS (suma de la propiedad de los accionistas que poseen un 5% o más del capital de la empresa), EDAD (antigüedad de la empresa, en años), TAM (tamaño de la empresa, aproximado por el logaritmo natural del activo total), GIVEN (gastos de inmovilizado sobre ventas), END (deuda a largo plazo sobre activo contable total), NEG (diversificación de los negocios de la empresa, medida a través del número de códigos Sic distintos en sus dos primeros dígitos).

por Ersoy-Bozcuk y Lasfer (2000) y López y Rodríguez (2001) en los mercados británico y español, respectivamente.<sup>9</sup> La relación cuadrática encontrada indica que, para bajos niveles de posesión, existe una relación positiva entre dicha propiedad y el valor de la empresa, mientras que para altos porcentajes de propiedad de los principales decisores pasa a tener una relación negativa.

Por último, el tamaño del consejo, LNCON, provoca un efecto negativo en el valor de la compañía. Este resultado está en la línea de la evidencia aportada por Kini et al. (1995), Wiblin y Woo (1999) y De Andrés et al. (2005). Esta evidencia indica que en consejos con elevado número de miembros los beneficios relativos a la mayor diversidad de opiniones y facilidad del procesamiento de información se ven más que compensados por los costes relacionados con la menor operatividad y flexibilidad a la hora de la toma de decisiones. La función logarítmica implica que según va aumentando el número de consejeros, el impacto negativo en el valor de la empresa es cada vez más reducido.

En cuanto a las variables de control, se observa un efecto no significativo de la propiedad de los principales accionistas de la empresa, SPS, en la aproximación a la Q de Tobin, siendo este resultado coincidente con los obtenidos por Demsetz y Villalonga (2001) en el mercado norteamericano.

Finalmente, para la antigüedad de la empresa, EDAD, se obtiene un coeficiente positivo y significativo, mientras que el tamaño de la sociedad, TAM, se encuentra negativamente relacionado con la aproximación a la Q de Tobin. El resto de variables de control no presentan relaciones significativas.

## **6. Conclusiones**

En este trabajo se estudia la influencia del poder de la dirección en el riesgo de la empresa. No tenemos conocimiento de ningún trabajo que haya realizado un análisis similar en el mercado español y tan sólo tenemos constancia del estudio de Adams et al. (2005) para el mercado norteamericano, que a diferencia del anterior, se clasifica dentro del sistema anglosajón. Éste se caracteriza por tener una menor concentración accionarial, mayor protección del inversor y una mayor presencia de los mecanismos externos de control. Por otro lado, el artículo de Adams et al. (2005) se centra exclusivamente en el poder del CEO, no controlando en su análisis la heterogeneidad inobservable que pudieran tener las empresas, y

---

<sup>9</sup> Sin embargo, estos trabajos se centran en la propiedad de la totalidad de los *insiders*.

la posible correlación entre ésta y las variables explicativas. Las principales aportaciones de este estudio consisten, en primer lugar, en analizar el efecto del poder en el riesgo en un mercado no perteneciente al sistema anglosajón. En segundo lugar, pretende ampliar el ámbito del análisis incluyendo, además del CEO, las características del presidente del consejo de administración, y finalmente, en la utilización de datos de panel para controlar los posibles sesgos de estimación anteriormente expuestos.

Así, se ha analizado el efecto de la concurrencia en una misma persona de los cargos de presidente y CEO, del estatus de socio fundador de los principales dirigentes, de la antigüedad en el cargo de ambos decisores, de la propiedad accionarial del presidente del consejo y del CEO y del tamaño del consejo de administración en el riesgo.

Los resultados ponen de manifiesto que tanto la concurrencia de los cargos de presidente del consejo y CEO en una misma persona, como el estatus de fundador de cualquiera de ellos provoca un aumento del riesgo. Por el contrario, se obtiene un efecto negativo de la antigüedad ambos dirigentes y del tamaño del consejo en dicha variable.

En cuanto al efecto de la propiedad accionarial del presidente y del CEO en el riesgo, la evidencia no es concluyente. Así, cuando se consideran como variables dependientes los riesgos sistemático y específico y en la desviación típica del rendimiento de las acciones no se observan relaciones significativas. Sin embargo, cuando se contrasta la repercusión de la participación en el capital de ambos dirigentes en el valor absoluto del error estimado en la ecuación donde la variable dependiente es una aproximación a la Q de Tobin, se obtiene que dicha propiedad incrementa el riesgo, pero cuando el porcentaje de acciones es elevado, los principales dirigentes se vuelven conservadores llevando a cabo políticas menos arriesgadas.

Finalmente, se ha contrastado el efecto de los *proxies* de poder en el valor de la empresa. Los resultados muestran una repercusión positiva de la concurrencia de los cargos de presidente y CEO en una misma persona y del estatus de socio fundador de ambos dirigentes en la aproximación a la Q de Tobin. Por el contrario, la antigüedad en la compañía de estos decisores parece afectar de forma negativa al valor, dando idea de un efecto atrincheramiento. También se obtiene una relación no lineal entre la propiedad de los principales dirigentes y el valor de la sociedad, indicando que cuando la propiedad no es excesivamente alta se produce un efecto convergencia que reduce los conflictos de agencia con el resto de propietarios, mientras que en niveles altos de concentración accionarial parece predominar el efecto atrincheramiento. Finalmente, los consejos con un mayor número de miembros se asocian a un inferior valor de la aproximación a la Q de Tobin.

## ANEXO

### Anexo: Definición de variables

Variable	Definición
BETA	Riesgo sistemático según el modelo de mercado
RESP	Riesgo específico según el modelo de mercado
DTIP	Desviación típica del rendimiento de las acciones de la empresa
Q	Aproximación a la Q de Tobin, calculada como la suma del valor de mercado de los recursos propios más el valor contable de la deuda dividido por el valor contable del activo total.
CCAR	<i>Dummy</i> indicativa de la coincidencia de los cargos de presidente y principal ejecutivo en una misma persona.
PREFU	<i>Dummy</i> que toma un valor unitario cuando el presidente del consejo de administración es, a su vez, socio fundador de la empresa.
CEOFU	<i>Dummy</i> que toma un valor unitario cuando el principal ejecutivo es, a su vez, socio fundador de la empresa.
APRE	Antigüedad del presidente del consejo de administración en la empresa.
ACEO	Antigüedad del principal ejecutivo en la empresa.
PAPRE	Concentración accionarial del presidente del consejo de administración.
PACEO	Concentración accionarial del principal ejecutivo de la empresa.
LNCON	Logaritmo del número de consejeros.
SPS	Suma de las participaciones de los accionistas que poseen un 5% o más en el capital de la empresa
EDAD	Antigüedad de la empresa.
TAM	Tamaño de la empresa, aproximado por el logaritmo natural del activo total.
GIVEN	Gastos de inmovilizado sobre ventas.
END	Deuda total sobre activo.
NEG	Diversificación de la actividad de la empresa, medida por el número de negocios distintos teniendo en cuenta los dos primeros dígitos del código SIC.

## REFERENCIAS

- Adams, R. B.; Almeida, H. y D. Ferreira (2005): "Powerful CEOs and their impact on corporate performance" *Review of Financial Studies*, pendiente de publicación.
- Almeida, H. y D. Ferreira (2002): "Democracy and the variability of economics performance", *Economics and Politics*, Vol. 14, pp. 225-257.
- Alonso Bonis, S. y P. De Andrés Alonso (2002): "Estructura de propiedad y resultados en la gran empresa española. Evidencia empírica en el contexto de una relación endógena", *XII Congreso Nacional de ACEDE*, Palma de Mallorca.
- Amemiya, T. (1995): *Advanced econometrics*, Cambridge: Harvard University Press.
- Arellano, M. y Y. Bover (1990): "Un estudio econométrico con datos de panel", *Investigaciones Económicas*, Vol. 14, pp. 3-45.
- Baliga, B. R.; Moyer, R. C. y R. S. Rao (1996): "CEO duality and firm performance: What's the fuss?", *Strategic Management Journal*, Vol. 17, pp. 41-53.
- Brickley, J.; Coles, J. y G. Jarrell (1997): "Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 3, pp. 189-220.
- Chaganti, R. y F. Damanpour (1991): "Institutional ownership, capital structure, and firm performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 12, pp. 479-491.
- Core, J. E.; Holthausen, R. W. y D. F. Larcker (1999): "Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, pp. 371-406.
- De Andrés Alonso, P.; Azofra Palenzuela, V. y F. J. López Iturriaga (2005): "Corporate boards in some OECD countries: size, composition, committee structure and effectiveness", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 13, pp. 197-210.
- De Andrés Alonso, P.; Azofra Palenzuela, V. y F. J. López Iturriaga (2002): "New international evidence on boards of directors. A panel data analysis", *VI Workshop en Finanzas*, Segovia.
- Demsetz, H. y K. Lehn (1985): "The structure of corporate ownership: causes and consequences", *Journal of Political Economy*, Vol. 93, pp. 1155-1177.
- Demsetz, H. y B. Villalonga (2001): "Ownership structure and corporate performance", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, pp.209-233.
- Donaldson, G. y J. Lorch (1983): *Decision - making at the top*, Nueva York: Basic Books.
- Ersoy-Bozcuk, A. y M. A. Lasfer, (2000): "Changes in UK share ownership and corporate monitoring", *Working paper* (City University Business School, Londres).

- Fama, E. F. y M. C. Jensen (1983): "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301-325.
- Fernández, A. I.; Gómez Ansón, S. y C. Fernández Méndez (1998): "El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español", *Investigaciones Económicas*, Vol. 22, pp. 501-516.
- Finkelstein, S. (1992): "Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation", *Academy of Management Journal*, Vol. 35, pp. 505-538.
- Gispert, C. (1998): "Board turnover and firm performance in Spanish companies", *Investigaciones Económicas*, Vol. 22, pp. 517-536.
- Glejser, H. (1969): "A new test for heteroskedasticity", *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 64, pp. 316-323.
- Grullon, G. y G. Kanatas (2001): "Managers incentives, capital structure, and firm value: Evidence from dual-class stocks", *Working paper* (Rice University, Houston, Texas).
- Hermalin, H. y M. Weisbach (1991): "The effect of board composition and direct incentives on corporate performance", *Financial Management*, Vol. 20, pp. 101-112.
- Hermalin, B. y M. S. Weisbach (2001): "Board of Directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature", *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Papers Series*, w8161, Cambridge.
- Hillier, D. y P. McColgan (2001): "Insider ownership and corporate value: an empirical test from the United Kingdom corporate sector", *Financial Management Association (FMA) Meeting*, Paris.
- Himmelberg, C.P.; Hubbard, R.G. y D. Palia (1999): "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, pp. 353-384.
- Jarrell, G. y A. Poulsen (1988): "Dual-Class recapitalization antitakeover mechanisms. The recent evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 129-152.
- Jensen, M. C. (1993): "Presidential address: The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 831-880.
- Jensen, M. C. y W. H. Meckling (1976): "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
- Kini, O.; Kracaw, W. y S. Mian (1995): "Corporate takeovers, firm performance, and board composition", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 1, pp. 383-412.
- La Porta, R.; Lopez de Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R. (2002): "Investor protection and corporate valuation", *Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 1147-1170.

- López Iturriaga, F. J. y J. A. Rodríguez Sanz (2001): "Ownership structure, corporate value and firm investment: A simultaneous equations analysis of Spanish firms", *Journal of Management and Governance*, Vol. 5, pp. 179-204.
- McConnell, J. J. y H. Servaes (1990): "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 595-612.
- Mehran, H. (1995): "Executive compensation structure, ownership and firm performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, pp. 163-84.
- Morck, R.; Sheleifer, A. y R. W. Vishny (1988): "Management ownership and market valuation: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-315.
- Mudambi, R. y C. Nicosia (1998): "Ownership structure and firm performance: evidence from the UK financial services industry", *Applied Financial Economics*, Vol. 8, pp. 175-180.
- Pi, L. y S. G. Timme (1993): "Corporate control and bank efficiency", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 17, pp. 515-530.
- Rechner, P. L. y D. R. Dalton (1991): "CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis", *Strategic Management Journal*, Vol. 12, pp. 155-160.
- Sah, R. K. (1991): "Fallibility in human organizations and political systems", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 5, pp. 67-88.
- Sah, R. K. y J. Stiglitz (1986): "The architecture of economic systems: Hierarchies and polyarchies", *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 716-727.
- Sah, R. K. y J. Stiglitz (1991): "The Quality of Managers in centralized versus decentralized organizations", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, pp. 289-295.
- Stulz, R. (1988): "Managerial control of voting rights: Financial policies and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 25-54.
- Vancil, R.F. (1987): *Passing the baton: Managing the process of CEO succession*, Boston: Harvard Business School Press.
- Weisbach, M. (1988): "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 431-460.
- Shivdasani, A. y D. Yermack (1999): "CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis", *Journal of Finance*, 54, 1829-1853.
- Wiblin, M. y L. A. Woo (1999): "Are all agency resolution mechanisms performance enhancing", *6<sup>th</sup> Multinational Finance Society Congress*, Toronto.
- Yermack, D. (1996): "Higher market valuation of companies with a small board of directors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, pp. 185-211.