

El Consejo de Administración y la elección del modo de financiamiento desde la perspectiva de la gobernanza de la empresa

(Recibido: 31/octubre/2014 –Aceptado: 30/septiembre/2015)

Fernando Velázquez Vadillo^{}*
*Luisel Jonatan Torres Cortés^{**}*

Resumen

A partir de dos aspectos centrales de la gobernanza de la empresa, a saber: Atribución de la renta y rol de la dirección, exponemos los eslabonamientos lógicos propios a los enfoques accionarial, partenarial y estratégico-cognitivo, los cuales conducen a interpretaciones diferentes sobre el funcionamiento del Consejo de Administración (CA) y la política de financiamiento adoptada. Determinamos que el CA, operando bajo estos distintos enfoques, presenta objetivos y principios de composición diferentes y que los enfoques accionarial y partenarial alientan respectivamente, el financiamiento mediante emisión de acciones y a través de contratación de pasivos bancarios.

Palabras Clave: gobernanza, empresa, Consejo de Administración, financiamiento.

Clasificación JEL: G30, G22, G32.

^{*} Profesor-Investigador del Departamento de Economía, UAM-Azcapotzalco, <fevevad@yahoo.com.mx>.

^{**} Profesor-Investigador del Departamento de Procesos Productivos, UAM-Lerma, <j.torres@correo.ler.uam.mx>.

Introducción

En toda empresa privada, los responsables de la toma de decisiones determinan las formas de distribución del beneficio obtenido; existe entonces una relación entre poder de decisión y distribución del valor creado. Esta relación nos conduce a plantearnos la pregunta siguiente: ¿A quién y por qué razón debe atribuirse el beneficio obtenido por la empresa?

El estudio de la gobernanza de la empresa se ocupa, entre otras cosas, en responder esta pregunta, las diferentes teorías existentes se distinguen básicamente por las soluciones que proponen y presentan también diferencias en otra cuestión central: El rol atribuido a los directivos de la empresa. Las distintas interpretaciones de estos dos aspectos (distribución de la renta y rol de la dirección), conducen, a partir de eslabonamientos lógicos particulares, a conceptos diferentes sobre la operación del consejo de administración y la política de financiamiento adoptada.

El objetivo de este artículo es describir dichos eslabonamientos con el propósito de evidenciar la coherencia existente en cada enfoque teórico sobre los dos aspectos mencionados, las características del Consejo de Administración y la política de financiamiento.

Expondremos en primera instancia los diferentes enfoques teóricos, adoptando para cada uno de ellos una secuencia general que parte del análisis de la distribución de la renta, describiendo la posición de la dirección y presentando la definición de gobernanza de la empresa correspondiente **(I)**. Posteriormente, examinaremos las características del CA enfatizando su rol y la elección de la política de financiamiento acorde con las teorías expuestas **(II)**. Finalmente, en nuestras conclusiones mostraremos la coherencia propia de cada enfoque sobre la concepción de la distribución de la renta, el rol de la dirección, las características del CA y la política de financiamiento que conlleva cada enfoque teórico.

I. Teorías y Definiciones de la Gobernanza de la Empresa.

En el estudio de la gobernanza de la empresa, destacan las teorías accionarial, partenarial y estratégico-cognitiva,¹ las cuales se distinguen en varios aspectos asociados con la concepción del rol que juega la dirección y la forma de distribuir la renta. Estos dos aspectos conducen a definiciones diferentes de la gobernanza de la em-

¹ El término “Accionarial”, corresponde al modelo Anglo-americano “Stakeholder”, asimilable a la denominación “market-orientated”. El término “Partenarial”, corresponde al modelo continental europeo y japonés “Multistakeholder”, asimilable a la denominación “network orientated model”.

presa. Expondremos en primer lugar las teorías contractuales **(1)** y a continuación, la teoría estratégico-cognitiva de la gobernanza de la empresa **(2)**.

1. Las Teorías Contractuales de la gobernanza de la empresa

Bajo la perspectiva del análisis contractual, la empresa es considerada como un ente independiente en el que la relación de agencia entre propietarios y directores se explica a través del establecimiento de distintos contratos. La dirección se constituye por lo tanto, en un punto en el que convergen las transacciones que se establecen con los proveedores de los distintos recursos necesarios para la empresa. La perspectiva contractual comprende el enfoque accionarial **(A)** y el enfoque partenarial **(B)**.

A. El enfoque Accionarial.

El enfoque accionarial o financiero se desarrolló a partir del análisis de Berle y Means (1932) sobre las consecuencias de la separación de las funciones de dirección y de propiedad en las grandes empresas con capital disperso (Charreaux, 1997).

Este enfoque supone por parte de los accionistas, una débil capacidad de control de la conducta de los directivos, quienes podrían buscar maximizar su propia riqueza a partir de los recursos de la empresa, contradiciendo así el principio de maximización de la riqueza de los accionistas a partir de la creación de valor.

Con el propósito de exponer claramente el enfoque accionarial, trataremos de aportar una respuesta a dos cuestionamientos estrechamente ligados: 1) ¿Por qué los accionistas tienen el derecho de controlar a los directores? 2) ¿Qué debe entenderse por valor o renta generada por la empresa?

Para responder a estas preguntas, iniciaremos subrayando la existencia de un conflicto de intereses entre directores y accionistas que implica la adopción de medidas disciplinarias aplicadas a los primeros, para lo cual se recurre a mecanismos de control que pueden ser internos (como el consejo de administración y el derecho de voto en la asamblea de accionistas), o externos (como el mercado laboral de directores que evalúa su rendimiento y el mercado financiero que aporta una cuantificación del desempeño de la empresa a través del valor de sus acciones).

De acuerdo a lo mencionado, podemos responder a la primera pregunta de la siguiente manera: El control ejercido por los accionistas sobre los directores se justifica en este enfoque por el “Derecho residual” es decir, el derecho de los accionistas a apoderarse del valor creado por la empresa. Este derecho es resultado de dos perspectivas analíticas: 1) Una perspectiva legal en la que los accionistas son acreedores residuales únicos: Al no tener una remuneración determinada con-

tractualmente, su ganancia consiste en el residuo o restante del ingreso generado después de cubrir la remuneración de los demás participantes. 2) Una perspectiva financiera en la que la captación de la renta por los accionistas se justifica porque éstos asumen el riesgo de la empresa. Esto último significa que su remuneración puede ser nula ya que comprende dos elementos aleatorios: el pago de dividendos (que depende del beneficio obtenido) y la ganancia de capital (que depende del aumento del valor de la acción después de su compra). Precisemos que el monto de dividendos pagado puede resultar insuficiente para cubrir el costo de oportunidad de los accionistas por lo que su remuneración depende básicamente de la evolución del precio de las acciones.

Una comprensión completa de estar espuesta exige responder a la segunda pregunta planteada, es decir ¿qué se entiende por valor o renta generada por la empresa? Desde una perspectiva contable, el valor creado por la empresa se aproxima a la utilidad neta, mientras que la perspectiva del enfoque accionarial caracteriza al valor creado como aquella porción de renta recibida por los accionistas más allá de su costo de oportunidad (Charreaux, 2006).

Esta última afirmación puede explicarse de la siguiente forma: Si bien, un accionista puede invertir en el mercado financiero con un nivel de riesgo similar al de su empresa, su actividad empresarial es motivada por la esperanza de una creación de valor igual al monto de beneficio que obtiene, más allá de la remuneración que el mercado atribuye a ese nivel de riesgo. Bajo este enfoque, todo beneficio superior al normal es valor creado, compensa el costo de oportunidad y por lo tanto, pertenece exclusivamente a los accionistas.

El control ejercido por los accionistas sobre los directores es analizado por este enfoque a partir de la teoría de la agencia: El principal (accionista), buscando maximizar su beneficio, contrata al agente (directivo), delegándole un poder de decisión que puede motivarlo a maximizar su propia riqueza. Surge un conflicto de intereses y genera costos llamados “de agencia”, los cuales reducen el beneficio. Este decremento en la creación de valor es contraria a la maximización de la riqueza de los accionistas, preocupación central del sistema de gobernanza bajo el enfoque accionarial, lo que explica la adopción de medidas disciplinarias que se ejercen sobre los directivos.

Cuando los accionistas ejercen medidas de control sobre los directivos a fin de preservar su riqueza, la gobernanza de la empresa se define como el estudio de los procedimientos mediante los cuales los proveedores de capital (capital financiero) garantizan la rentabilidad de su inversión (Shleifer, Vishny, 1996).

El enfoque accionarial o financiero correspondiente a las teorías contractuales, privilegia los intereses de los accionistas, considera además, que la renta

obtenida es resultado de oportunidades de inversión que se presentan exógenamente, por lo que el éxito de la empresa no se puede atribuir a los otros participantes. La perspectiva partenarial se distancia radicalmente de ambos principios.

B. El enfoque partenarial.

El análisis partenarial de la gobernanza, a diferencia del enfoque accionarial, reconoce la existencia de una relación entre los recursos aportados por los participantes de la empresa y la creación de valor. Este planteamiento conduce a incluir en la distribución de la renta al conjunto de participantes y a atribuir a la dirección un rol distinto al de un simple agente encargado de maximizar exclusivamente la riqueza de los accionistas.

El enfoque partenarial toma en cuenta el papel importante que juegan diversos factores distintos al capital financiero en la generación de la renta, de hecho atribuye a este último un papel limitado en la creación de valor y subraya en cambio el rol fundamental del capital humano.

La importante contribución del capital humano, como son los directores y asalariados, en la creación de valor, está ligada a su especificidad. Lo cual se refiere al hecho de que ciertas capacidades del capital humano son fruto de relaciones de largo plazo con la empresa, por lo que adquieren la cualidad de ser características específicas de esta última. Esta especificidad contribuye a la creación de un nicho de mercado propio y es entonces creadora de valor para la empresa.

Por otra parte, el capital financiero tiene un carácter indiferenciado, se aplica indistintamente a cualquier actividad u organización empresarial, por lo tanto no contribuye a la especificidad creadora de valor, lo que lo coloca en una situación inferior frente a los otros recursos.

Desde la perspectiva partenarial desaparece el principio, sintetizado en el concepto de acreedor residual, de un derecho exclusivo de los accionistas (proveedores del capital financiero) sobre el beneficio de la empresa.

El beneficio es ahora, un residuo resultante después de atribuir sus respectivas remuneraciones a los diferentes participantes entre los que se incluye ahora también al capital financiero, el cual es remunerado en este enfoque, al igual que los otros recursos, precisamente de acuerdo a su costo de oportunidad. La primacía de este recurso desaparece y la legitimidad de la participación en el beneficio empresarial se amplía al conjunto de participantes.

El beneficio de la empresa es administrado por la dirección, quien dispone de una cierta “libertad discrecional” en palabras de Charreaux, para distribuirlo entre los diferentes proveedores de recursos, quienes adquieren la posibilidad de

apropiarse de una parte del beneficio, lo que evidentemente fortalece su motivación a maximizarlo.

La renta, o valor creado, se denomina valor partenarial. Es el valor generado por todos los participantes en la empresa y es igual a la diferencia entre la suma de precios de oportunidad de los bienes vendidos y la suma de los costos de oportunidad de los recursos utilizados (concebidos como las remuneraciones a los diferentes proveedores de recursos).

La porción de valor que cada participante recibe, corresponde a su aportación en la generación de valor creado y de su poder de negociación frente a la dirección, la cual tiene un interés particular en maximizar la creación de valor porque esto le permite aumentar su libertad discrecional y su poder de negociación ante los accionistas (Charreaux, 2006).

El enfoque partenarial se apoya en la teoría de los costos de transacción, en la que la reducción de los costos de transacción, que incluyen los costos de agencia, es esencial siendo la unidad relevante del análisis la transacción y la característica teórica básica, la especificidad de los activos. El directivo, mediador entre la empresa (nudo de contratos) y los diferentes proveedores de recursos, se ocupa de administrar las diferentes transacciones y asume un papel de coordinador de los recursos.

La especificidad de los activos (un activo es más específico en la medida que su salida de la empresa provoca una mayor pérdida de valor), cuya combinación permite a la empresa generar una capacidad distintiva creadora de valor (una ventaja competitiva), es al mismo tiempo, generadora de vulnerabilidad para los participantes cuyo valor está ligado al contexto de la empresa.

Por esta razón, en el enfoque partenarial, el sistema de gobernanza tiene una vocación protectora sobre los participantes de la empresa, incluido el directivo, cuyo papel se centra ahora en la coordinación y el control de los recursos con el propósito de maximizar la renta partenarial.

El reconocimiento de la contribución de todos los participantes en la generación de riqueza de la empresa y la importancia de la especificidad de los activos, otorgan al directivo un rol ampliado y conducen a la siguiente definición de gobernanza en el enfoque partenarial: El sistema de gobernanza concierne al conjunto de mecanismos que gobiernan la conducta de los directores y delimitan su libertad discrecional (Charreaux 2006).

Los enfoques contractuales, tanto el accionarial como el partenarial, tienen un objetivo común: evitar que los conflictos internos en la empresa reduzcan el valor generado. Ninguno se plantea la pregunta del origen de ese valor. El cuestionamiento sobre el origen de la riqueza es introducido por la teoría estratégica-cognitiva de la gobernanza (Charreaux, 1997).

2. La teoría estratégica-cognitiva de la gobernanza de la empresa.

Aun cuando el enfoque partenarial reconoce la relación entre recursos y creación de valor, no plantea la cuestión de su origen. La teoría estratégica-cognitiva introduce un elemento central en la profundización de éste tema: el conocimiento.

En efecto, el conocimiento aporta una nueva perspectiva de análisis en la cual el rol del directivo y la finalidad del sistema de gobernanza de la empresa encuentran nuevas interpretaciones.

De acuerdo a esta visión, las estrategias de creación de valor que la empresa establece se encuentran fundamentadas en sus capacidades específicas, las cuales resultan de la aplicación de conocimientos cuyo origen es analizado por las teorías estratégicas de la gobernanza (Charreaux, 2000), en las que se cuestionan las formas en que el sistema de gobernanza influye en dos relaciones: especificidad (creación de conocimiento) y conocimiento (creación de valor).

La visión estática de las teorías contractuales en las que la empresa, a partir de oportunidades de inversión determinadas exógenamente maximiza el valor en un momento dado, se modifica en un sentido dinámico: la clave del rendimiento de la empresa se fundamenta en la capacidad de los directores en detectar nuevas oportunidades (Charreaux, 2000).

Esta perspectiva dinámica y estratégica de la creación de valor se apoya en las teorías cognitivas de la empresa (comportamental, evolucionista, de recursos y capacidades), que otorgan una importancia relevante a la creación interna de conocimientos, basada en el aprendizaje organizacional (este último hace referencia a la modificación de las rutinas de la empresa para enfrentar situaciones originales e imprevistas).

El sistema de gobernanza asume un rol fundamental en este proceso: En el marco de la empresa innovadora, este sistema es analizado en función de su capacidad de apoyar las estrategias de desarrollo del aprendizaje organizacional (Charreaux, 2000). En el análisis evolucionista, por ejemplo, se plantea la viabilidad de la empresa como dependiente de sus capacidades competitivas (rutinas, pericia tecnológica y organizacional) generadas internamente (learning by doing and by using).

Los elementos de la perspectiva estratégica-cognitiva, conducen a Stephany y Vedel a definir el sistema de gobernanza como el conjunto de mecanismos que permiten obtener el mejor potencial de creación de valor al privilegiar las capacidades, el aprendizaje y las posibilidades de innovación (Stephany, Vedel, 2002).

De manera general, el análisis de la gobernanza de la empresa ha evolucionado desde una perspectiva de control hacia una perspectiva estratégica, lo que significa un cambio del marco teórico de las teorías de la agencia y de transacciones,

hacia las teorías organizacionales y del conocimiento. Esta evolución se refleja a su vez, en un desplazamiento de la preocupación central a analizar: La distribución de la renta cede lugar al análisis de los fundamentos de su creación.

Concretamente, la evolución de la teoría de la gobernanza de la empresa evidencia modificaciones en la concepción de dos de sus aspectos centrales, el rol de la dirección y la distribución de la renta.

Con respecto al primero de estos aspectos puede señalarse lo siguiente: El marco teórico inicial de la agencia, que conduce a la necesaria disciplina del directivo, otorga a éste un rol de maximizador de la renta de los accionistas, el cual es ampliado por la teoría de transacciones, en la que al privilegiar la especificidad de los recursos humanos se subraya su vulnerabilidad. El rol del directivo se modifica en este contexto, en el sentido de la optimización de la cooperación con los diferentes proveedores de recursos. El director, inicialmente controlado, ejerce ahora una función de coordinación y protección de los recursos. Posteriormente, el marco teórico cognitivo atribuye al directivo un rol distinto en el que se convierte en un factor determinante que define nuevas oportunidades de creación de valor para la empresa a partir de su aporte de conocimientos.

Respecto a la distribución de la renta, puede señalarse que la perspectiva de análisis del objetivo de maximización del valor, se ve desplazada desde el aspecto de su distribución en las teorías contractuales hacia el aspecto de su generación a partir de un repertorio de conocimientos en la teoría estratégica-cognitiva.

En efecto, la cuestión del origen del valor no se plantea en el enfoque accio-narial, el cual se centra en la repartición de valor generado a partir de oportunidades de inversión que se presentan exógenamente a la empresa, ni tampoco en el enfoque partenarial, aun cuando éste reconoce que la renta surge de las especificidades de los proveedores de recursos, cooperando en el largo plazo.

Es la teoría estratégica-cognitiva la que esclarece la relación del sistema de gobernanza con la creación de valor, al introducir el conocimiento como base de la especificidad de los recursos que permite la generación valor.

Estos enfoques teóricos de la gobernanza de la empresa, cuya interpretación del rol del director y de la distribución de la renta difieren, desembocan en concepciones particulares del consejo de administración y de la política de financiamiento.

II. El consejo de administración y la política de financiamiento en las teorías de la gobernanza de la empresa

Las diferentes teorías de la gobernanza, contractuales y estratégico-cognitiva, subrayan características particulares tanto del consejo de administración como de la

política de financiamiento. Expondremos sucesivamente en el marco de esas teorías, el rol y composición del CA **(1)**, y la elección del modo de financiamiento **(2)**.

1. El rol y la composición del CA en las teorías de la gobernanza de la empresa²

Actualmente, los factores determinantes de las diferentes dimensiones del Consejo de Administración no han sido precisados e integrados en una teoría coherente. El estudio del CA desde la perspectiva de la gobernanza de la empresa permite sin embargo, establecer relaciones entre los objetivos del sistema de gobernanza y aspectos asociados a la composición, objetivo y funciones del CA. Este apartado busca exponer estas relaciones.

Después de presentar la distinción monopartita-bipartita del CA **(A)**, procederemos a exponer la manera en que este último es visualizado por las teorías de la gobernanza **(B)**.

A. La clasificación tradicional de los CA: la distinción monopartita-bipartita

El estudio del CA, principal mecanismo interno de control del sistema de gobernanza, ha conducido a establecer una clasificación fundada en la perspectiva accionarial que subraya la necesidad de proteger a los accionistas minoritarios ante el poder de decisión de directores interesados en maximizar su propio beneficio. Por esta razón, el grado de control del directivo constituye el criterio que caracteriza a los CA y conduce a dos posibles tipos de estructura: monopartita o bipartita.

La estructura monopartita o unitaria comprende un Consejo de Administración único, compuesto por administradores internos a la empresa encargados de su gestión, así como de administradores externos (ligados o independientes) responsables de controlar a los primeros. Los miembros del CA son elegidos por la asamblea general de accionistas. En la estructura unitaria es relevante la cuestión del cúmulo de funciones, ya que el presidente del CA puede ocupar al mismo tiempo el puesto de director general de la empresa (Boutillier et al, 2002).

Por otra parte, la estructura bipartita o dual comprende dos elementos: un consejo de vigilancia designado por la asamblea general y una dirección responsable de la gestión de la empresa designada por el consejo de vigilancia, la cual tiene también la responsabilidad de revocar a los miembros de la dirección y asume entonces una función de control respecto a su gestión. Los miembros de

² La redacción de este punto 1 está basada ampliamente en el artículo de Charreaux 2000, citado en la bibliografía.

ambos órganos son necesariamente distintos por lo que no se plantea la cuestión del cúmulo de funciones.

Desde un punto de vista legal, la empresa adopta una de estas dos estructuras pero mantiene su libertad para definir la organización (compuesta por entre tres y dieciocho miembros), el funcionamiento y las prerrogativas del CA.

Un aspecto fundamental que distingue las estructuras monopartita/bipartita es el grado de independencia efectiva del que gozan los responsables del control de los directores. Al respecto podemos mencionar que un alto grado de independencia del control del CA es sugerido por los códigos de buena conducta, que a este fin recomiendan la presencia de directores externos e independientes. (Boutillier et al, 2002).

En el caso de las estructuras monopartitas, son los administradores externos quienes ejercen el control de los administradores internos (o directores). Sin embargo, dado que los primeros pueden ser antiguos miembros de la empresa o pertenecer a empresas ligadas, la apreciación sobre su función conduce a concluir que ejercen un control débil, lo que desemboca en un CA dominado por los directores.

En las estructuras bipartitas en cambio, la existencia del consejo de vigilancia supone la garantía de un control independiente sobre los administradores de la empresa. Se considera entonces que en este tipo de estructuras se ejerce un control fuerte del CA sobre los administradores de la empresa. El CA está integrado en estas estructuras por representantes de los diferentes stakeholders o participantes en la empresa.

Las descripciones de las estructuras mono y bipartita evidencian un elemento común a ambas, a saber, el control de los directores. Sin embargo, la concepción del CA evolucionó incorporando en las distintas teorías, objetivos, funciones y criterios de composición diferentes.

B. El Consejo de Administración en las teorías de la gobernanza de la empresa

Las teorías de la gobernanza de la empresa a las que haremos referencia son las teorías contractuales en sus enfoques accionarial y partenarial, y la teoría estratégica-cognitiva. Estas teorías poseen concepciones diferentes del CA.

Expondremos a continuación la concepción del CA en las teorías contractuales **(a)** y en la teoría estratégica-cognitiva **(b)**.

a. Interpretación del CA en las teorías contractuales de la gobernanza.

La preocupación central del sistema de gobernanza en las teorías contractuales, es atenuar los efectos negativos de los conflictos de interés sobre la creación de valor.

Estos conflictos surgen de la libertad de decisión de los directores y se asocian, en el enfoque financiero o accionarial, principalmente a los accionistas y directores, mientras que en el enfoque partenarial al conjunto de stakeholders, esta diferencia conduce a una visión distinta del papel y composición del CA.

a.1. El CA en el enfoque accionarial.

En el enfoque financiero o accionarial, el objetivo principal del consejo de administración es el control de la actividad del directivo con el propósito que éste busque maximizar el valor que reciben los accionistas. La teoría de la agencia que sustenta este enfoque, plantea la posibilidad de una reducción del valor creado, como consecuencia de una disminución del esfuerzo del directivo (dado que el fruto de su esfuerzo está dirigido principalmente hacia los accionistas) y de su consumo de recursos no pecuniarios de la empresa. A fin de evitar esta pérdida de valor se atribuye al CA un rol básicamente disciplinario.

La función disciplinaria, provoca que el criterio básico de composición del CA sea el de independencia, de tal manera que la apreciación del CA respecto a la actuación de los directores de la empresa no esté influenciada por relaciones personales que limiten la objetividad de sus juicios. Por esta razón, en este enfoque se privilegia la participación de administradores independientes, externos y especializados en la actividad de control. El CA debe estar integrado, sin embargo, por administradores internos, miembros del equipo dirigente, debido a la necesidad de disponer de información interna a la empresa.

La observación de la práctica cotidiana de las grandes empresas muestra, sin embargo, que la composición del CA difiere de estas recomendaciones teóricas. Este enfoque accionarial tiene entonces un poder explicativo limitado de la composición del CA, pues no puede explicar la eventual predominancia de administradores internos, la presencia de otros participantes (acreedores-banqueros o asalariados por ejemplo), ni la diversidad internacional de sus miembros. Por otro lado, el enfoque partenarial aporta elementos de comprensión para estos aspectos.

a.2. El CA en el enfoque partenarial.

El enfoque partenarial de las teorías contractuales plantea la importante relación entre la generación de valor en la empresa y la existencia de capacidades distintivas, las cuales se fundamentan en los recursos que utiliza la empresa y, de manera relevante, en aquellos que son menos fácilmente reproducibles, como el capital humano (directores y asalariados) y la estructura organizacional.

Se establece así, una relación entre la renta generada y los recursos utilizados, con lo que se evidencia una situación de vulnerabilidad del capital humano resultante de su especificidad, la cual es generada por una colaboración de largo plazo con la empresa y provoca un costo de oportunidad elevado para sus participantes, al momento de desplazarse hacia otras empresas o sectores. La vulnerabilidad del capital humano, sintetizada en la pérdida de su remuneración al abandonar la empresa, conduce a la concepción del sistema de gobernanza no solo como un mecanismo de control, sino también de protección del capital humano y, en general, de los recursos específicos de la empresa.

El papel protector del sistema de gobernanza, que se extiende al conjunto de participantes, conduce a una visión particular del CA el cual constituye, en este marco, un mecanismo que busca asegurar una buena cooperación entre directores y accionistas mediante un reparto equitativo de la renta y la protección del capital humano (particularmente el administrativo), contra los riesgos de su especificidad, siendo un aliciente para los directores en maximizar la rentabilidad.

El rol del CA se resume en el de árbitro en la repartición de la renta, de motivador del trabajo en equipo, de protector de los directores y, en general, de los proveedores de recursos.

Por otra parte, el carácter colectivo de la creación de la renta permite comprender mejor la diversidad en la composición del CA, a partir de una interpretación fundada en la cooperación (con asalariados, banqueros, proveedores, cuadros internos y directores de otras sociedades).

El rol del CA en relación con el valor generado en las teorías contractuales es externo, en el sentido que se ocupa de su distribución y de la protección de la continuidad de las condiciones para su creación. El involucramiento del CA en el proceso mismo de creación de valor es un elemento distintivo de la teoría estratégica-cognitiva de la gobernanza.

b. Interpretación del CA en la teoría Estratégica-cognitiva de la gobernanza

La teoría estratégica-cognitiva plantea que las capacidades específicas de las empresas son el resultado de conocimientos que se originan en el aprendizaje organizacional, es decir, en las relaciones cotidianas dentro de la empresa, las cuales exigen la implementación de innovaciones para enfrentar dificultades y aprovechar oportunidades que se presentan.

En la teoría estratégica-cognitiva, el sistema de gobernanza aparece como un mecanismo de apoyo en la construcción de estrategias fundadas en esas capacidades específicas que permiten crear valor. También se atribuye un nuevo rol al

CA, que consiste en facilitar el desarrollo de capacidades y ayudar a la construcción de nuevas opciones estratégicas.

Este rol implica un principio distinto en la composición del CA, que conduce a la incorporación de todos aquellos representantes de recursos interesados en el desarrollo del aprendizaje organizacional (los diferentes stakeholders). El criterio principal de composición del CA, no es ya más la independencia o la cooperación, sino la diversidad que facilita la adopción de nuevas estrategias ante escenarios difíciles. Este enfoque exige que el CA se encuentre integrado por administradores que puedan contribuir a la creación de capacidades dinámicas y a la concepción de una visión que facilite el aprendizaje organizacional.

La tipología fundada en el control de los directores, que distingue al CA en monopartitas y bipartitas, describe su estructura jurídica general, otorgando a la empresa la libertad de definir internamente la composición y los objetivos del CA. Estos últimos son el resultado de concepciones distintas del papel que éste debe jugar y conducen a establecer principios de composición diferentes.

El estudio del CA desde la perspectiva del sistema de gobernanza, destaca una relación estrecha entre los objetivos de la empresa, el sistema de gobernanza y el CA. Este último asume funciones de disciplina en la teoría financiera, de protección de las relaciones de cooperación, en la teoría partenarial, y de facilitador del desarrollo de capacidades estratégicas, en la teoría estratégica cognitiva. Los criterios de composición del CA coherentes con los distintos objetivos son, respectivamente: La independencia, la cooperación y la diversidad.

Podemos plantear entonces, que las diferentes formas del sistema de gobernanza reflejan concepciones diferentes de las relaciones que se establecen entre los participantes. Las particularidades de éstas relaciones se fundan en la respuesta aportada a la cuestión de la atribución de la renta generada. Las características de ésta atribución están ligadas a la estructura de propiedad de la empresa, la cual está registrada en su estructura financiera.

2. Gobernanza y elección del modo de financiamiento de la empresa

La estructura financiera de la empresa se refiere a las participaciones del dinero de terceros (acreedores) y de los dueños de la empresa (accionistas) en el financiamiento de la empresa, es decir, a las ponderaciones relativas de la deuda y del capital. Este último constituye la propiedad de la empresa y puede estar más o menos concentrado entre los accionistas. Al grado de concentración de la propiedad se le denomina, estructura de la propiedad. En general, puede plantearse que una participación de capital elevada en la estructura de financiamiento, es decir la preponderancia del

financiamiento mediante acciones, favorece la dispersión de la propiedad de la empresa; por el contrario, una utilización prioritaria del endeudamiento bancario como medio de financiamiento, contribuye a la concentración de la propiedad en un número reducido de accionistas.

El estudio de los determinantes de la estructura financiera de la empresa es un campo muy vasto y complejo cuya exposición no abordaremos aquí. Nos limitaremos en este apartado a plantear la existencia de una correspondencia de los modelos accionarial y partenarial de gobernanza de la empresa, con la preponderancia respectivamente, del financiamiento mediante títulos (acciones y obligaciones) y endeudamiento bancario.

El profesor M. Boutillier expresó en uno de sus trabajos (Boutillier et al., 2002), una frase que sintetiza la relación que se establece entre el sistema de gobernanza de la empresa y su modo de financiamiento preponderante. Esta frase, que nos guía en la redacción de este apartado es la siguiente:

La gobernanza concierne a las relaciones de poder y de propiedad de la empresa. Estas relaciones dependen de las estructuras de financiamiento de la empresa y del sistema financiero nacional.

Esta descripción, destaca una relación sistémica entre la gobernanza de la empresa, su modo de financiamiento y la estructura del sistema financiero, la cual puede analizarse a partir del estudio comparativo de los sistemas de gobernanza nacionales.

Dicho estudio demuestra que los esquemas teóricos accionarial y partenarial de la gobernanza pueden considerarse como los arquetipos de dos diferentes modelos nacionales de gobernanza. También puede establecerse una correspondencia entre estos modelos y diferentes variedades del sistema capitalista **(A)**, destacando la elección del modo principal de financiamiento de las empresas **(B)**.

A. Sistemas nacionales de gobernanza y modelos de sistema capitalista

El estudio comparativo de los sistemas de gobernanza nacionales, permite distinguir dos tipos de sistemas: En primer lugar el sistema anglo-sajón (EUA, GB) y, por otro lado, el sistema germano-japonés. Estos sistemas reflejan la preponderancia, respectivamente, de los enfoques accionarial y partenarial de la gobernanza descritos en la primera parte de este trabajo. En cuanto a los modos de financiamiento predominantes, se verifica que, mientras que en el sistema anglo-sajón (GB y EUA), el financiamiento de las empresas y de la economía se realiza principalmente mediante

los mercados financieros (emisión de acciones, obligaciones y otros títulos financieros); en el sistema germano-japonés es preponderante el financiamiento bancario.

Estos dos sistemas o modelos de gobernanza pueden integrarse a dos concepciones distintas del capitalismo denominadas, según la terminología utilizada por M. Albert (1991), creador de esta clasificación, como el modelo neo americano y el modelo Renán respectivamente.

En esta clasificación, el criterio de atribución de la renta generada es relevante: En el modelo neo americano prevalece una concepción monista de la empresa, que corresponde al tipo de administración empresarial anglosajón, en el que el objetivo de la empresa es la maximización de la riqueza de los accionistas. En cambio, el modelo Renán se caracteriza por privilegiar una concepción pluralista de la empresa que, como en el caso de las firmas japonesas, se deriva de una visión orgánica basada en la idea de coalición. La empresa se preocupa en este modelo por generar riqueza para el conjunto de participantes (stakeholders).

Albert realiza una comparación entre ambos modelos y señala en su libro, las fallas del modelo neo americano y las ventajas que presenta el modelo Renán. Su análisis muestra, en el primero de estos modelos, la preponderancia de las finanzas sobre las decisiones económicas, lo que significa una búsqueda de beneficio a corto plazo que abandona las inversiones estratégicas (ID y formación) y conduce a un interés del accionista sobre la empresa exclusivamente pecuniario. Por el contrario, el modelo Renán concilia la economía de mercado y el progreso social. Así, por ejemplo, el trabajo en los EUA es una mercancía cuyo precio es determinado por el mercado, mientras que en Alemania es considerado un bien mixto, cuyo precio se establece tomando en cuenta elementos tales como los criterios colectivos y la antigüedad. En este modelo, la empresa es una comunidad en la que la co-gestión consolida el diálogo social, premisa de un capitalismo social.

Estos dos tipos de capitalismo constituyen el marco de modelos de gobernanza nacionales que se distinguen por su modo de financiamiento, lo que nos conduce a buscar elementos explicativos, ligados a las características del sistema de gobernanza, sobre la elección del modo de financiamiento de las empresas.

B. Modelos de gobernanza y elección del modo de financiamiento

En los modelos de gobernanza anglosajón y germano-japonés (caracterizados respectivamente por la predominancia de los enfoques accionarial y partenarial), se establecen relaciones distintas con los proveedores de financiamiento, a los cuales clasificaremos aquí en mercados financieros (emisión de acciones y obligaciones) y bancos.

Recordemos que la gobernanza de la empresa estudia los mecanismos que permiten controlar o delimitar el poder decisonal de los directores, con el propósito de alcanzar el objetivo principal de la empresa: la maximización de la riqueza de los accionistas o bien, del conjunto de participantes (éste análisis no incluye la perspectiva estratégica-cognitiva).

La forma en que se ejerce control sobre los directores y el objetivo central de la empresa son determinantes en la elección del modo de financiamiento predominante en ambos modelos (mercados financieros en el anglo-sajón; deuda bancaria en el germano-japonés).

El carácter determinante sobre las decisiones de financiamiento que ejerce el tipo de control de los directores, puede comprenderse mejor a partir de sus características particulares en los modelos anglo-sajón y germano-japonés. Estas características son enumeradas por Charreaux, (1997).

El sistema anglosajón o accionarial se caracteriza por un control débil de los accionistas minoritarios sobre los directores, derivado de la dispersión del capital. Sin embargo, el control es ejercido principalmente por inversionistas institucionales que, al concentrar la propiedad, obtienen poder de decisión sobre la permanencia de los directores. Bajo esta lógica, los inversionistas institucionales ejercen el control porque los accionistas minoritarios enfrentan costos de organización que superan el rendimiento esperado por acción.

Basado en la cotización bursátil, este control persigue objetivos de obtención de beneficios en el corto plazo, lo que significa que la presión ejercida por los accionistas puede conducir a los directores a tomar decisiones que eleven temporalmente el valor de las acciones. Estas decisiones resultan perjudiciales para la empresa, ya que una vez obtenidos los beneficios de la venta de acciones, deben asumirse las consecuencias negativas de esas políticas (reducción del número de trabajadores o venta de activos).

El control que ejercen los acreedores se caracteriza en este modelo por su carácter pasivo ligado a la debilidad del endeudamiento bancario, básicamente de corto plazo y al importante endeudamiento en los mercados.

En el sistema germano-japonés o partenarial se observa, por el contrario, un fuerte control de los accionistas sobre los directores, lo que contribuye a la concentración del capital (accionistas dominantes), la importante y frecuente participación de los bancos (ellos mismos accionistas) y la existencia de estructuras de participación cruzadas (directores de empresas afines, poseen mutuamente acciones y colaboran en los consejos de administración). El control es ejercido sobre todo por el banco principal o por socios industriales a partir de la toma de decisiones estratégicas que buscan generar riqueza en el largo plazo.

El importante endeudamiento bancario y la asociación frecuente de estas instituciones al capital, implican un control activo que se traduce, en este modelo, por relaciones de largo plazo entre los accionistas, acreedores y la empresa.

Las descripciones anteriores de la relación entre el control del directivo y la elección del modo de financiamiento corresponden en cada modelo a su objetivo principal.

En el modelo anglo-sajón, es la maximización del beneficio, que se fundamenta en su apropiación por los accionistas, únicos acreedores residuales. Este resultado se asegura por la implementación de mecanismos que contribuyen a la protección legal de los accionistas respecto a la expropiación por los directores y la concentración del poder o de la propiedad (realizada principalmente por inversionistas institucionales y que les otorga derechos de control significativos). Bajo la perspectiva accionarial, el control de los accionistas sobre los directores a través de estos mecanismos, permite extraer la renta de la empresa y justifica la elección de ese modo de financiamiento. En lo que concierne al endeudamiento en los mercados financieros, recordemos que los poseedores de obligaciones no participan en la renta generada, son remunerados a su costo de oportunidad (a menos que se trate de títulos híbridos convertibles en acciones). La participación de la deuda en el financiamiento de la empresa es así desalentada.

En el modelo germano-japonés, el objetivo de participación de los diferentes miembros de la empresa en la riqueza generada, conduce a subrayar otros aspectos en la elección del modo de financiamiento. De particular importancia es el hecho que el endeudamiento bancario permite escapar al control de los accionistas y reducir el riesgo de corto plazo. La empresa puede verse en este caso, sometida al control de los bancos, lo que reduce la discrecionalidad del director en la repartición del valor, sin embargo, la importancia del endeudamiento bancario y la participación de los bancos en el capital, aseguran una relación de largo plazo favorable a la creación de valor partenarial. Maximización de valor y control firme de los directores resultan de la decisión de endeudamiento.

Señalaremos finalmente que, si en las relaciones entre gobernanza y decisiones de financiamiento de la empresa indicadas anteriormente, hemos seguido una causalidad desde el nivel agregado (modelo capitalista) hacia el nivel individual (elección del modo de financiamiento de la empresa), la cuestión del control de los directores, que subyace a la elección del modo de financiamiento de la empresa, permite realizar también un análisis en el sentido inverso: la acumulación de decisiones individuales de financiamiento guiadas por el criterio de control, desembocan por agregación en un tipo determinado de sistema financiero correspondiente a un cierto sistema capitalista en el que predomina un modelo de gobernanza particu-

lar. Este planteamiento subraya el carácter sistémico de la relación gobernanza-financiamiento.

La gobernanza de la empresa concierne a las relaciones de poder, las cuales están ligadas a las estructuras financieras de la empresa y del sistema financiero. Esta relación con el sistema financiero, nos conduce a situarnos en un nivel de análisis macroeconómico y a mencionar dos tipos de sistemas nacionales de gobernanza: el modelo anglosajón y el modelo germano-japonés, en los que difiere la concepción de la empresa y el objetivo principal que se le atribuye.

El logro de dicho objetivo se asocia al control o delimitación de la discrecionalidad del directivo. Por esta razón, objetivo de la empresa y control del directivo son elementos explicativos de la elección del principal modo de financiamiento de la empresa.

El estudio de esta elección desde la perspectiva de la gobernanza, subraya la preocupación acerca de la distribución de la renta:

El financiamiento mediante el uso de los mercados financieros en el modelo anglosajón, permite asegurar la máxima remuneración para los accionistas, gracias a mecanismos legales referidos a la atribución exclusiva de la renta por parte de los accionistas (únicos acreedores residuales), la protección de los accionistas minoritarios, las posibilidades de concentración del poder de decisión y la remuneración al costo de oportunidad de los poseedores de obligaciones.

En el sistema germano-japonés, que busca maximizar la renta distribuible entre los diferentes stakeholders, el importante endeudamiento bancario y la participación significativa de los bancos en el capital de la empresa, permiten adoptar una perspectiva de generación de valor a largo plazo que beneficia al conjunto de participantes.

Este análisis del financiamiento de la empresa, que liga aspectos macro y microeconómicos, puede realizarse en ambos sentidos de causalidad. Este planteamiento de bi-causalidad sobre la elección entre financiamiento en los mercados financieros o endeudamiento bancario como modo principal de financiamiento, evidencia el carácter sistémico, en el sentido de mutua determinación, de los objetivos de la empresa en cuanto a la apropiación de la renta y los medios para alcanzarlos y subraya el papel relevante de las relaciones de poder respecto a esa elección.

Conclusiones

Dos elementos centrales de la gobernanza de la empresa, la atribución de la renta generada y el rol del directivo, son objeto de interpretaciones teóricas diferentes, lo que conduce a concepciones distintas del Consejo de Administración (CA) y de la política de financiamiento.

En este artículo expusimos la lógica que fundamenta esas distintas concepciones en los enfoques accionarial, partenarial y estratégico-cognitivo (en este último enfoque solo consideramos la interpretación del CA).

A manera de conclusión realizamos a continuación, una exposición sintética de los eslabonamientos lógicos que fundamentan cada uno de estos enfoques, mostrando la coherencia propia de cada enfoque entre la concepción de la distribución de la renta, el rol del director, las características del CA y la política de financiamiento resultante.

El enfoque accionarial presenta como objetivo principal de la empresa la maximización de la riqueza de los accionistas, por lo que el directivo aparece como un maximizador del valor accionario, lo que conduce a que se ejerza sobre él un control exhaustivo. El CA adopta en consecuencia, una función disciplinaria y su composición obedece a un criterio de independencia la cual fortalece el control sobre los directores.

La atribución de la renta generada a los accionistas contribuye a explicar la elección de los mercados financieros como medio de financiamiento predominante ya que, mecanismos legales (status de acreedor residual, protección de los accionistas minoritarios, concentración del capital, remuneración de los acreedores al costo de oportunidad) aseguran a los accionistas la apropiación de una parte satisfactoria del beneficio generado.

En el enfoque partenarial, que se basa en el objetivo de creación de valor para el conjunto de participantes en la empresa, el directivo es considerado como un maximizador del valor partenarial, lo que atenúa el carácter del control que se ejerce sobre él, convirtiéndolo en una “delimitación” a su propio poder discrecional.

Como consecuencia, en este enfoque, el CA tiene como función central la protección de las relaciones de cooperación entre los participantes lo que hace que el criterio que guía su composición sea la cooperación.

El medio de financiamiento preponderante resulta ser, en este enfoque, el endeudamiento bancario, ya que aporta a la empresa las posibilidades de creación de valor que benefician al conjunto de participantes. Esto obedece al involucramiento de los bancos en su calidad de proveedores importantes de financiamiento así como en tanto que socios preocupados por la creación de valor a largo plazo.

Finalmente, en el enfoque estratégico-cognitivo, en el cual la cuestión de la distribución es desplazada por la del origen de la renta y la preocupación central es la creación de valor, el objetivo principal de la empresa es la definición de estrategias creadoras de valor. En consecuencia, el rol del directivo es el de creador de dichas estrategias, por lo que su control se transforma en una evaluación de su actividad fundada en las capacidades generadas internamente.

El consejo de administración asume en este enfoque, una función de facilitador del desarrollo de capacidades estratégicas y su composición sigue un criterio de diversidad que facilita la adopción de nuevas estrategias ante escenarios difíciles.

Bibliografía

- Albert M., (1991), *Capitalisme contre capitalisme*, Ed. Du Seuil, Paris.
- Boutillier M., Labye A., Lagoutte C., Levy N., Oheix V., (2002), "Financement et Gouvernement des Entreprises, exceptions et convergences européennes", *Revue d'Economie Politique*, 112: 499-544.
- Charléty P. (2002), "Le Gouvernement d'entreprise:   volution en France depuis le rapport Vi  not de 1995", *Revue d'économie financière*, 63: 25-35.
- Charreaux G., (1997), "Le Gouvernement de l'entreprise", *Encyclopedie de Gestion Economica*, Paris, 2da. Ed.
- Charreaux G., (2000), "Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance", *La Revue du Financier*, 127: 6-17.
- Charreaux G., Pastr   O., (2002), "Le gouvernement d'entreprise: quelle recherche pour quel concept?", *Revue d'économie financière*, 63: 5-12.
- Charreaux G., Desbrières Ph., (2006), "Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contre valeur actionnariale", *Gouvernance des entreprises. Nouvelles perspective*, Economica, Paris, ISBN: 2-7178-5316-2.
- Charreaux G., Wirtz P., (2006), "Variations sur le thème: A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance des entreprises". En *Gouvernance des entreprises. Nouvelles perspectives*. Economica, Paris, pp. 49-92 ISBN: 2-7178-53162
- La Documentation Française, (2010), *Améliorer la gouvernance d'entreprise et la participation des salariés*, N. 27, Paris, ISBN: 978-2-11-008230-5.
- Plihon D., Ponssard J.P., Zarlowski Ph., (2002), "Quel Scénario pour le gouvernement d'entreprise? Une hypothèse de double convergence", *REF*, 63: 35-51
- Schleifer A., Vishny R., (1997), "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, 52, juin.
- Stephany E., Vedel B., (2002), *Corporate governance of new venture: applications to incubators*, Université de Montpellier 2, CREGO.
- Vuchot D., Bourdou R., (2002), "Gouvernement d'entreprise: L'Allemagne ou la dernière revolution du XXe siècle". *Revue d'Economie Financière*, 63:13-24.