

EL PAPEL DEL CONSEJERO INDEPENDIENTE EN LA SUPERVISION Y ROTACION DEL CEO

Guido Stein

Salvador Plaza

EL PAPEL DEL CONSEJERO INDEPENDIENTE EN LA SUPERVISION Y ROTACION DEL CEO

Guido Stein¹

Salvador Plaza²

Resumen

Son muchos los trabajos de investigación dedicados al estudio del CEO*. Su figura se ha abordado desde múltiples perspectivas. Nuestro análisis se centra en el papel que el consejero independiente juega en la supervisión y rotación del máximo ejecutivo de las compañías. Para ello hemos realizado una reflexión integral sobre el consejero independiente a través de la última bibliografía e incorporando los resultados de la evidencia empírica más reciente. Hemos advertido que el rol del consejero independiente supera en muchas ocasiones las tareas que se le suelen atribuir como específicas: la supervisión de la alta dirección. Sin embargo, la independencia de los consejeros no puede construirse mediante requisitos. Se trata, en definitiva, de una característica de la persona que trasciende a los diversos problemas establecidos por la teoría de la agencia**. Pensamos que una correcta supervisión del CEO podrá acometerse solamente si los independientes gozan de esas características personales. Parece que las empresas con mayor número de independientes son más propensas a sustituir al CEO cuando los resultados no son los esperados. Este hecho solo podría darse si los independientes gozasen de una independencia efectiva.

Palabras clave: consejo de administración, consejero independiente, supervisión y rotación del CEO.

¹ Profesor Agregado, Dirección de Personas en las Organizaciones, IESE

² Asistente de Investigación, IESE

* CEO: *Chief Executive Officer*, en el ámbito anglosajón hace referencia a la figura del presidente ejecutivo de la compañía. La palabra *Chairman* se utiliza para designar al presidente del consejo de administración.

** La teoría de la agencia fue desarrollada en 1973 por Ross y posteriormente ampliada con los trabajos de Jensen y Meckling en 1976. El modelo se sustenta en la relación entre el principal (en este contexto serían los accionistas) y el agente (los directivos). El principal delega diferentes funciones en los agentes. Los intereses de ambos divergen; el accionista busca la maximización del beneficio de forma prolongada a lo largo del tiempo, mientras que el directivo, de forma contrapuesta, puede buscar solamente el incremento de su remuneración y prestigio; por tanto, se pueden generar situaciones en las que entren en conflicto los intereses de ambos. Para conciliar los intereses del agente con los del principal, la teoría de la agencia propone una serie de contratos como los esquemas de remuneración de directivos, basadas en *stock options* o acciones de la propia compañía.

EL PAPEL DEL CONSEJERO INDEPENDIENTE EN LA SUPERVISION Y ROTACION DEL CEO

1. Introducción: ¿Por qué surge el consejero independiente?

La economía mundial ha experimentado en las últimas décadas un proceso de globalización sin precedentes, especialmente de los mercados financieros. La presencia de inversores internacionales en el capital de las compañías ha exigido la convergencia de ciertos criterios que permitan al inversor comparar y evaluar con información fiable la gran variedad de activos e instrumentos financieros. La globalización y la apertura de los mercados de capitales, junto con el desarrollo de una clase media capaz de invertir, han suscitado otro fenómeno de gran importancia: la fragmentación de la propiedad de las compañías y la aparición de un gran número de pequeños inversores. La consecuencia directa de este proceso ha sido el ensanchamiento de la brecha entre la propiedad y la gestión de las compañías.

Los problemas suscitados por la separación entre la propiedad y la gestión de las grandes empresas han sido discutidos abundantemente en la bibliografía (Berle y Means, 1932; Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983). Este artículo se centra en el control que el consejo de administración debe ejercer sobre el desempeño del CEO y del equipo ejecutivo, haciendo especial hincapié en el rol que desempeña el consejero independiente¹. Este asunto resulta de gran actualidad. La acumulación de poder en manos de algunos CEO, en detrimento del papel que debería haber jugado el consejo de administración en su función supervisora, ha conllevado efectos no deseados, como los observados en la última crisis bancaria.

Desde que en 1992 se publicó «The Cadbury Report» en Reino Unido, han sido numerosos los países que han adoptado códigos de buen gobierno corporativo con el objeto de satisfacer estas necesidades y de atender a la realidad de los nuevos fenómenos. Los códigos de buen gobierno fundamentan sus medidas en la protección de los intereses de los accionistas. Según señala el Código Olivencia, las situaciones de conflicto de interés son aquellas en las que entra en colisión el interés de la sociedad y los intereses personales (ya sea de forma directa o indirecta) del consejero. Es en este tipo de circunstancias donde el consejero independiente tiene que hacer valer su condición, aportando un criterio objetivo y sin intervención ajena en beneficio del conjunto de los accionistas.

¹ Según el diccionario de la Real Academia Española, se entiende por “independiente” quien no tiene dependencia, quien no depende de otro. Dependier significa estar o quedar al arbitrio de una voluntad.

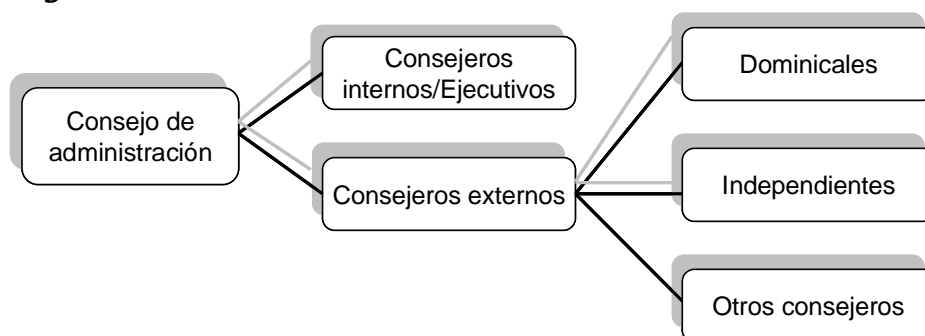
Los códigos de buen gobierno han suministrado valiosas recomendaciones en cuanto a la mejora de la «eficacia, agilidad, responsabilidad y transparencia en el gobierno de las sociedades que apelan a los mercados financieros»². Parece lógico que las empresas que han experimentado una mayor presión en adoptar las recomendaciones propuestas por los distintos códigos hayan sido las cotizadas en bolsa, ya que dichas empresas son las que presentan una mayor capitalización y fragmentación del accionariado.

Nuestro trabajo se estructura de la siguiente forma: en primer lugar, exponemos la terminología utilizada en el ámbito español en cuanto a los consejeros de las sociedades. En segundo lugar, discutimos la influencia de la legislación y de los principales códigos de buen gobierno. También dedicamos un apartado a los rasgos distintivos que deben predominar en el consejero independiente. Más adelante repasamos los criterios de independencia que establece el código unificado de buen gobierno. En el siguiente apartado realizamos una comparación de las características y requisitos del consejero independiente en los códigos de mayor relevancia a nivel internacional. El núcleo de este trabajo lo compone el capítulo dedicado al papel del consejero independiente y a la supervisión que debe ejercer sobre el CEO. Finalmente ofrecemos unas conclusiones.

2. Tipología de los consejeros

Antes de discutir la influencia de la legislación y el papel de los códigos de buen gobierno en la composición del consejo de administración, conviene aclarar una serie de definiciones relativas a la tipología de los consejeros. Los consejos de administración están formados principalmente por consejeros internos y por consejeros externos. La terminología utilizada en el ámbito español queda recogida en la Figura 1.

Figura 1



Fuente: Elaboración propia.

Consejeros ejecutivos: Son los consejeros que desempeñan funciones de alta dirección o que son empleados de la sociedad de que se trata. Son ellos quienes gestionan la empresa en el día a día y quienes están mejor cualificados para informar al resto de miembros del consejo sobre la marcha de la sociedad. El Código Unificado de buen gobierno recomienda que los consejeros

² Informe Olivencia 1998.

ejecutivos constituyan el mínimo necesario para poder llevar a cabo las necesidades de información y coordinación.

Consejeros externos: Son aquellos que no son empleados ni mantienen ningún tipo de relación laboral con la sociedad, salvo la de ser consejero. Los consejeros externos pueden ser de tres tipos: dominicales, independientes y otros consejeros.

Consejeros dominicales: Son aquellos consejeros con una participación igual o superior a la considerada legalmente como significativa o que han sido designados como consejeros por su condición de accionistas. También son considerados como consejeros dominicales aquellos que representan a accionistas significativos. Al mismo tiempo, un consejero es considerado como dominical si es un alto directivo o consejero de alguna de las sociedades matrices de la compañía.

Consejeros independientes: Son aquellos designados en atención a sus condiciones personales y profesionales, que pueden desempeñar sus funciones sin verse condicionados por relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos.

Otros consejeros: Son aquellos que no pueden ser considerados como dominicales ni independientes.

En muchas ocasiones, la figura de “otros consejeros” surge como consecuencia de que alguno de los consejeros catalogados como ejecutivos, dominicales o independientes deja de reunir uno o varios de los requisitos establecidos para dichas categorías. La presencia de este tipo de consejero se puede justificar porque se considera necesaria su permanencia en el consejo de administración (dada su experiencia y conocimientos). Por ejemplo, serían catalogados como “otros consejeros” los ejecutivos que por jubilación dejaran de desempeñar labores de dirección.

3. Influencia de la legislación y códigos de buen gobierno

En España, las leyes bajo las que se amparan las sociedades cotizadas son la Ley de Sociedades Anónimas y la Ley del Mercado de Valores. Según la Ley del Mercado de Valores, todas las sociedades cotizadas están obligadas a aprobar y publicar un informe anual de gobierno corporativo (art. 116) en el que den parte del seguimiento de las recomendaciones propuestas por el código unificado de buen gobierno. Sin embargo, la adopción de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno no presenta un carácter normativo; no obstante, se entiende que el seguimiento de dichas recomendaciones contribuye a un mejor rendimiento de la empresa, ayudando al consejo de administración a cumplir sus obligaciones en el mejor interés de los accionistas (*Combined Code on Corporate Governance*).

Atendiendo a las distintas realidades empresariales, puede suceder que el buen gobierno sea alcanzado por otros medios distintos a los propuestos por los códigos de gobierno. Por esta razón las legislaciones que rigen el funcionamiento de las sociedades cotizadas establecen la aplicación del criterio *Comply or Explain* (cumplir o explicar)³. Mediante este requisito se exige a las sociedades cotizadas en bolsa que expongan en su informe anual de gobierno corporativo la medida en la que siguen las recomendaciones propuestas por el código de gobierno vigente⁴. Atendiendo a dicho criterio, en el caso de que alguna de las recomendaciones no se cumplan por

³ En el caso español, el criterio de cumplir o explicar queda recogido en el artículo 116 de la Ley del Mercado de Valores.

⁴ En el caso español, se trata del Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG), 2006.

las sociedades, estas deben explicar el razonamiento por el cual incumplen las recomendaciones propuestas. De esta forma se deja que sea el mercado el que con la información aportada juzgue sobre la validez de las conductas adoptadas.

Cuando se habla de *composición* del consejo de administración, normalmente se hace referencia a la naturaleza de los consejeros que lo integran. En el ámbito de los códigos de gobierno corporativo existe un consenso generalizado de que el número de consejeros externos debe ser el suficiente para mantener la independencia del consejo, por tanto, que constituya una mayoría con respecto a los consejeros ejecutivos. En función de la composición del accionariado se tiene, a su vez, que disponer de una proporción correcta entre consejeros dominicales e independientes, de forma que se cumpla con el criterio de representatividad que establece la Ley de Sociedades Anónimas. En el caso español, el CUBG establece que los consejeros independientes representen al menos un tercio del total de consejeros (Recomendación 13).

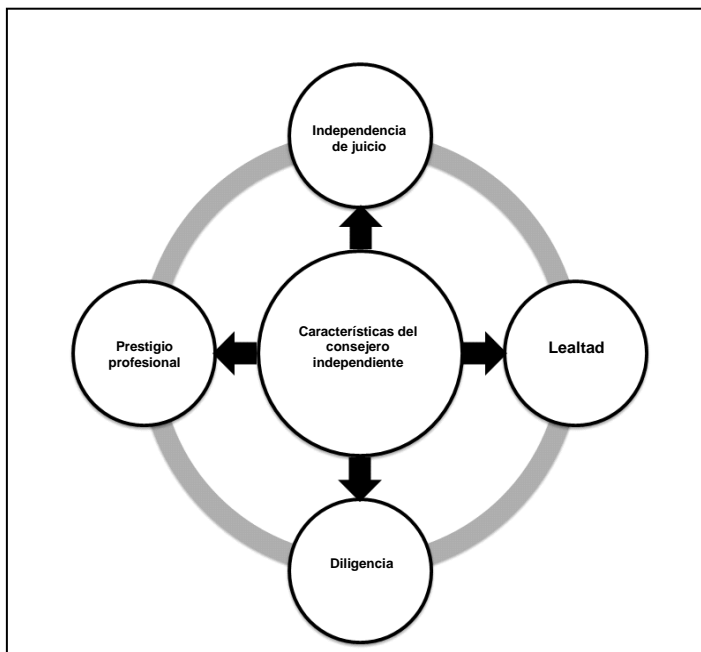
El Anexo 1 presenta un conjunto de recomendaciones establecidas por los códigos de buen gobierno de mayor relevancia en cuanto a la composición del consejo de administración y la presencia de consejeros independientes.

4. Distintivos del consejero independiente

Existe una abundante bibliografía sobre las competencias que deben reunir los directivos. En este apartado nos centramos en aquellas que deben destacar de forma especial en el consejero independiente, comentando aquellas que tienen una referencia directa en la legislación y en los códigos de buen gobierno (Figura 2). Asimismo, con el objeto de incorporar la evidencia empírica reciente, haremos referencia a algunos de los trabajos de investigación más relevantes.

Figura 2

Características del consejero independiente



Fuente: Elaboración propia.

Independencia de juicio

El fin último del consejero independiente es el hacer valer de forma objetiva los intereses de los accionistas (y más concretamente el del capital flotante⁵) en el consejo de administración. Este fin se materializa de diversos modos, pero quizás el más importante sea el de aportar un juicio objetivo y profesional sobre las decisiones que deben ser tomadas en el seno del consejo. Se trata de la cualidad principal que debe dominar en el consejero independiente: la independencia y objetividad en la toma de decisiones.

Dentro de los consejos de administración quedan representados multitud de intereses: los de los altos ejecutivos, inversores institucionales, accionistas con participaciones elevadas en el capital de la compañía y los de los accionistas minoritarios. Lo razonable es que todos ellos velen por el mejor porvenir de la empresa, pero puede suceder al mismo tiempo que se presente algún tipo de conflicto de interés. El consejero independiente juega un papel fundamental en la neutralización de dichos conflictos. Al estar completamente desvinculado de cualquier lazo con los directivos y accionistas representativos, debería ser capaz de aportar un juicio realmente objetivo en beneficio de la sociedad.

Lealtad

En el artículo 127 (ter.) de la Ley de Sociedades Anónimas se establece que los administradores de las sociedades *han de proceder como representantes leales*. Este deber puede resultar excesivamente abstracto y confuso. En el ámbito jurídico, el deber de lealtad implica la realización de todas las actividades necesarias para la consecución del objeto social de la compañía. El Informe Aldama, con el fin de reforzar la eficacia del deber de lealtad, establece recomendaciones más precisas: un consejero leal debe evitar los conflictos de intereses entre los administradores o sus familiares directos y la sociedad, notificando su existencia (si se diese el caso) al consejo de administración. Un consejero leal no debe desempeñar ningún tipo de cargo en empresas competidoras de la sociedad de la que es consejero. En ningún caso debe utilizar información confidencial de la sociedad para fines privados. Tampoco debe hacer uso indebido de los activos de la sociedad ni aprovecharse de las oportunidades de negocio que conozca por el hecho de ser consejero.

Diligencia

Se establece que «*los administradores deben desempeñar su cargo con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal*»⁶. Al igual que sucede con el deber de lealtad, el concepto de diligencia, tal y como queda recogido en la Ley, resulta un tanto confuso. Por esta misma razón, el Informe Aldama establece una serie de concreciones con el fin de ayudar a materializar dicho deber.

Un consejero diligente, en primer lugar, debe asegurarse de poder dedicar de forma efectiva el tiempo y esfuerzo necesarios para realizar las labores que le corresponden como administrador de la sociedad. Su participación en el consejo de administración debe ser activa, expresando aquello que considere como lo mejor para el interés social. Para lograr este fin no debe

⁵ El término capital flotante hace referencia a las participaciones de una empresa que son susceptibles de ser negociadas en bolsa de forma habitual. Se hace esta distinción en contraposición al capital cautivo, es decir, las participaciones estratégicas de accionistas significativos y miembros del consejo de administración.

⁶ Ley de Sociedades Anónimas, artículo 127.

escatimar energía en recopilar la información que le sea necesaria y, si lo considera oportuno, tampoco debe dudar en pedir el asesoramiento que estime apropiado.

El estar bien informado sobre la marcha de la sociedad depende de la actitud de cada consejero, por eso es importante que dicha actitud sea especialmente activa, de forma que la información recabada sea lo más profunda y precisa posible. Disponer de la mejor información es fundamental para que el juicio del consejero sea realmente objetivo e independiente.

Prestigio profesional

El consejo de administración debe ser considerado como un órgano unitario a pesar de los posibles conflictos internos que puedan surgir. Por ello, los consejeros independientes tienen que ser nombrados manteniendo una visión de equipo. Es el conjunto del consejo de administración el que tiene que reunir conocimientos y habilidades que permitan dirigir y supervisar la empresa de la mejor forma posible. Las cualidades del consejo de administración y su eficacia dependen del agregado de las características de los consejeros individuales. Los consejeros independientes tienen que aportar al consejo una serie de competencias que permitan formar el mejor equipo. La complementariedad y diversidad de conocimientos aporta valor añadido a la labor del consejo. No resulta extraño encontrar a gente de procedencias muy diversas en los consejos de administración. El requisito fundamental apunta al prestigio profesional. De esta forma, es común que en los consejos de administración aparezcan representantes del mundo académico, personas que han desempeñado funciones en la Administración pública y profesionales que han desarrollado su vida laboral en sectores muy distintos al de la empresa que se trate. Con el fin de ilustrar las diversas procedencias de los consejeros independientes, presentamos a continuación los resultados obtenidos por la consultora Spencer Stuart en el año 2009 en su Índice de consejos de administración.

Tabla 1

Actividad regular del consejero independiente	Ibex 35
Actividades relacionadas con el mundo empresarial	83%
Académicos	11%
Funciones públicas	6%
Ejecutivos retirados	16%
Posee sus propios negocios	16%
Profesionales independientes (abogados, fiscalistas, etc.)	16%
Presidentes ejecutivos en otra compañía	10%
Presidentes no ejecutivos	8%
Consejeros delegados	6%
Directores generales	5%
Otro tipo de director	4%
Empresarios (empresas grandes)	3%

El prestigio profesional viene determinado, entre otros factores, por el desempeño y los resultados obtenidos en el pasado. Gupta et al. (2008) realizan un estudio sobre la calidad de los nuevos nombramientos como consejero independiente en Reino Unido. Los autores concluyen que la calidad de una nueva consejería se correlaciona positivamente con los resultados de la empresa en la que el consejero ejercía su anterior cargo. Concretamente, los resultados que más influyen a la hora de lograr una consejería de mayor calidad son aquellos más cercanos en el tiempo.

5. Criterios de independencia establecidos en el Código Unificado

El Código Unificado, en el punto 5 del apartado III, establece una serie de criterios con el objetivo de salvaguardar la independencia de los consejeros. Estos criterios hacen referencia a circunstancias que se consideran como posibles generadoras de conflictos de interés y que, por tanto, pueden llevar al consejero a tomar alguna decisión que no represente lo mejor para la empresa ni para los accionistas. En última instancia, la sociedad, con sus órganos competentes, será la responsable de certificar que se cumple efectivamente con estos requisitos.

Los antiguos empleados o consejeros ejecutivos de las sociedades del grupo no podrán ser considerados consejeros independientes salvo que hayan pasado tres o cinco años desde el momento de finalización de la relación laboral. Es coherente que suceda de esta manera, ya que quien ha trabajado en una empresa durante cierto tiempo puede haber desarrollado algún tipo de vínculo o relación con alguno de los empleados o directivos que dificulte el desempeño de la labor como consejero independiente (anulando la independencia de juicio). Del mismo modo, aquellos consejeros que reciban de la sociedad cualquier cantidad de dinero por conceptos distintos a la remuneración debida por el desempeño del cargo de consejero, tampoco podrán ser considerados como consejeros. Cuando existe un vínculo económico entre la compañía y el consejero, y dicho vínculo puede ser rescindido unívocamente por parte de la compañía, existen incentivos que pueden dificultar la independencia del consejero.

Los socios del auditor externo o responsables del informe de auditoría no pueden ser nombrados consejeros independientes (a no ser que hayan transcurrido tres años). También deben ser excluidos como consejeros independientes quienes mantengan o hayan mantenido (en el último año) cualquier relación de negocios importante con la sociedad. Los cónyuges y parientes hasta de segundo grado de consejeros ejecutivos o altos cargos de la sociedad, quedan descartados de la misma forma. Todos estos casos hacen referencia a situaciones evidentes en las que la independencia del consejero queda puesta en entredicho. Se trata de circunstancias peligrosas que pueden llevar a tomar decisiones que no representen el interés social.

La novedad que establece el Código Unificado se corresponde con que ningún consejero podrá ser considerado como independiente si no ha sido propuesto por la comisión de nombramientos. La comisión de nombramientos debe de estar formada por consejeros externos, lo que en teoría le capacita para seleccionar a consejeros independientes del equipo ejecutivo. Esta medida, junto con el resto de criterios citados, no garantiza la independencia del consejero. Por eso, tal y como hemos señalado al principio de este apartado, corresponde a la sociedad, con su consejo de administración, determinar la independencia de sus consejeros.

6. Las características y requisitos del consejero independiente en los códigos de mayor relevancia.

Con el fin de analizar la figura del consejero independiente desde una perspectiva general, hemos realizado una comparación de las características y requisitos del consejero independiente en los códigos de buen gobierno de mayor relevancia. El fin de este análisis es extraer aquellas recomendaciones que reúnen mayor consenso. Los resultados obtenidos se muestran en la Tabla 2.

Tabla 2

ANÁLISIS DE LAS CARACTERÍSTICAS Y REQUISITOS DE LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES EN LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO															
CÓDIGOS	ESPÁÑOL														
	Representar los intereses del capital flotante	No debe existir vinculación con el equipo directivo	Integridad, experiencia, competencia y prestigio profesional	Función supervisora	Ampliar la «visión» del consejo. Contribución estratégica	Aportar juicio imparcial y objetivo	Independiente de los grupos accionariales de control	Cualificado por el consejo como independiente	Propuesto por la comisión de nombramientos	Exclusión antiguos ejecutivos o empleados**	Exclusión familiares de la alta dirección	Exclusión vínculos económicos con la sociedad	No ser consejero de otra sociedad cotizada que tenga consejeros dominicales/externos en la sociedad de que se trate	Limitaciones a la participación en el capital***	Exclusión de auditores, consultores u otros profesionales relacionados anteriormente con la sociedad
	X	X	X	X	X	X	X			X	X	X		X	X
	X	X	X	X		X	X		X	X	X	X	X		X
		X	X				X		X*	X	X	X	X		X
		X	X	X		X	X	X	X	X	X	X			X
		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X			X
	X	X					X		X	X	X	X			X
	X	X	X				X		X	X	X	X			X
	X	X	X				X		X	X	X	X			X
	X	X	X				X		X	X	X	X			X
	X	X	X				X		X	X	X	X			X
	X	X	X				X		X	X	X	X			X

* Casi todos los códigos de buen gobierno optan por recomendar la selección de los consejeros independientes mediante un proceso de selección formal supervisado por la comisión de nombramientos. El Código Unificado de Buen Gobierno establece como criterio de independencia (y no como mera recomendación) la propuesta del candidato por la comisión de nombramientos.

** La mayoría de códigos de buen gobierno corporativo permiten el nombramiento de antiguos empleados como consejeros tras haber transcurrido un periodo de 3 a 5 años.

***Normalmente no se impide que los consejeros independientes participen en el capital de las compañías, si bien se establece un límite máximo de acciones con el fin de garantizar una verdadera independencia.

La mayoría de requisitos establecidos en los códigos de buen gobierno hacen referencia a circunstancias potencialmente generadoras de conflictos de interés entre el consejero y la sociedad. De esta forma, observamos que las variables más destacadas son aquellas que hacen alusión a los vínculos entre el consejero y la sociedad (vinculación con el equipo directivo, independencia de los grupos accionariales de control, exclusión de antiguos ejecutivos, exclusión de familiares del equipo directivo, exclusión de vínculos económicos con la sociedad y exclusión de los auditores y consultores). También sobresalen de forma particular las recomendaciones relacionadas con la integridad, experiencia, competencia y prestigio profesional del consejero independiente.

Teniendo en cuenta las variables analizadas y que nuestro estudio se centra en el consejero independiente, a nuestro juicio, los códigos más completos son: el Informe Olivencia, el Informe Aldama, The Higgs Report, Le Code de Gouvernement d'entreprise des sociétés cotées y el Hong Kong Code on Corporate Governance.

7. Consejeros independientes: supervisión y rotación del CEO

Como se ha apuntado, el capital de las sociedades cotizadas se presenta cada vez más fraccionado en manos de accionistas con participaciones pequeñas. Son muchos los individuos que poseen pequeñas carteras con valores de diversas compañías. La propiedad de la compañía pertenece al conjunto de los accionistas. Al verse incrementado el número de accionistas con pequeñas participaciones en las sociedades cotizadas, los accionistas tienen que delegar la administración, gestión y supervisión de la compañía en manos de terceros, ensanchándose la brecha entre la propiedad y la gestión de las sociedades. El consejo de administración es el encargado de realizar las funciones de administración y supervisión en nombre de los accionistas. Los accionistas necesitan consejeros independientes que representen sus intereses, alejados de cualquier conflicto de interés y de la influencia de los accionistas significativos.

Argumentos a favor y en contra

La figura del consejero independiente es un importante foco de atención para los académicos especializados en el gobierno de las sociedades cotizadas. Su estudio ha adquirido mayor relevancia a partir de los sucesos empresariales que han acontecido en los últimos años (Enron, Worldcom, Parmalat, etc.). Estos sucesos se han relacionado con problemas de conflicto de interés entre los directivos de las empresas y sus accionistas; por ejemplo, retribución a corto plazo del primer directivo frente a desempeño sostenido a largo plazo de la sociedad. En este contexto, y bajo el prisma de la teoría de la agencia, el consejero independiente ha sido destacado como un instrumento de gobierno fundamental para neutralizar los problemas entre el principal (accionistas) y el agente (directivos). Tal y como se muestra en la Tabla 3, este no es el único motivo que justifica la existencia de los independientes. Existen otras razones que aparecen de forma recurrente en los diversos códigos de buen gobierno. A la función de corregir posibles conflictos de interés y a la de garantizar el interés social en las decisiones que debe tomar el consejo de administración, también se deben añadir las de mejorar la calidad del gobierno de la sociedad y la de aportar eficacia a la supervisión del equipo ejecutivo. Al hablar sobre los distintivos que deben dominar en el consejero independiente, se ha hecho referencia al prestigio profesional. Este aspecto está íntimamente ligado a la mejora de la calidad del gobierno. De modo similar, una supervisión eficaz de la dirección tan solo puede ser realizada por alguien completamente desvinculado del equipo directivo.

Tabla 3

Razones que justifican la figura del consejero independiente	Principales argumentos en contra del consejero independiente
1. Corregir posibles desequilibrios de poderes y conflictos de interés.	1. El CEO domina la composición del consejo de administración.
2. Garantizar el interés social en la toma de decisiones del consejo de administración.	2. No poseen incentivos para contradecir al equipo ejecutivo.
3. Mejorar la calidad del gobierno de la sociedad.	3. No conoce el día a día de la organización. Costes de información.
4. Aportar eficacia a la labor de supervisión de los directivos.	4. La retribución anula su independencia.

Fuente: Elaboración propia.

Sin embargo, a pesar de los múltiples argumentos a favor, también existen diversas posturas críticas respecto al consejero independiente. Las razones que respaldan este tipo de juicios tratan de contradecir la independencia efectiva de los independientes y su capacidad de proporcionar un criterio objetivo en la toma de decisiones. Una de las tesis dominantes, respaldada por varios trabajos de investigación, afirma que el CEO domina la composición del consejo de administración mediante el ejercicio de su influencia en la selección de los consejeros externos. En este sentido, Shivdasani y Yermack (1999) afirman que cuando el CEO pertenece al comité de nombramientos o cuando dicho comité no existe, las empresas tienden a contratar menos consejeros independientes y más consejeros “grises”⁷ con conflictos de interés. Actualmente, gracias a las distintas recomendaciones de los códigos de buen gobierno, este supuesto no se suele dar. Lo normal es que las comisiones de retribuciones y nombramientos estén formadas únicamente⁸ por consejeros externos y que sus presidentes sean independientes. No obstante, se corre el riesgo de cumplir con los requisitos establecidos pero faltando al “espíritu” del legislador, de forma que quien ejerce el poder de forma efectiva y extiende su influencia a todos los ámbitos de la organización es el CEO. Parece que esta postura goza de cierta difusión entre los sectores más críticos.

El control del CEO en la elección de los miembros del consejo no es la única crítica que se utiliza para atacar a los consejeros independientes. También se les achaca la falta de incentivos para contradecir a la dirección. Según los críticos, un independiente jamás supervisará de forma eficaz a aquellos que le han nombrado para tal puesto. Este argumento es usado de forma complementaria junto al de la retribución de los independientes. Si la dirección está involucrada directa o indirectamente en el proceso de selección y si, al mismo tiempo, es capaz de influir en las distintas comisiones competentes, no parece descabellado pensar que reprobar al equipo ejecutivo puede resultar un peligro para mantenerse en el cargo. Estas visiones que

⁷La expresión “*gray directors*”, o consejeros grises, es utilizada en el mundo académico para designar a aquellos consejeros que, aunque sean catalogados como externos o independientes, mantienen algún tipo de relación con la empresa que puede llevar a provocar situaciones de conflicto de interés.

⁸Recomendación 44, Código Unificado de Buen Gobierno.

acabamos de comentar, de ser ciertas, supondrían la completa anulación del papel supervisor del consejero independiente y, además, pondría al descubierto que un independiente puede perder mucho más de lo que puede ganar si opta por ser crítico con la dirección.

El tercer argumento crítico se centra en los conocimientos que el consejero independiente pueda tener de la organización de la que es consejero. Esta tesis afirma que, al no estar inmerso en el día a día de la empresa, los independientes son incapaces de tomar decisiones que influyan de forma positiva en los resultados de la sociedad. Si bien es cierto que el independiente no suele conocer con el mismo detalle que los ejecutivos los problemas que se pueden presentar de forma rutinaria en la sociedad, también cabe decir que su cometido es distinto al de los otros trabajadores de la empresa. Los consejeros independientes aportan valor a la empresa con su conocimiento del sector, con su visión estratégica, supervisando el trabajo de los ejecutivos, garantizando el interés social, etc. Es cierto que no conocen al por menor y con la misma minuciosidad que un directivo los detalles más inverosímiles de la organización. Este no puede ser un argumento utilizado en su contra, ya que su función es distinta. Además, ante la toma de cualquier decisión importante, el consejero independiente tiene la obligación de informarse al detalle de todas sus posibles consecuencias y de sus implicaciones en cada lugar de la empresa. Por tanto, el conocimiento de la sociedad dependerá de la responsabilidad personal del consejero. Por esta razón no se puede ni se debe generalizar que los independientes carezcan del conocimiento necesario para tomar decisiones importantes de la organización.

En algunas ocasiones, tal y como señalan algunos académicos, obtener información sobre la empresa puede presentar ciertos obstáculos. Lee et al. (1992) advierten que otra forma mediante la cual el CEO puede ejercer el control sobre el consejo de administración es a través de la información que suministra a los consejeros externos. Tal y como señala Jensen (1993), el CEO casi siempre determina la agenda y la información proporcionada al consejo. De esta forma, los consejeros independientes se pueden encontrar con la situación en la que el CEO no les proporcione información de calidad o bien que omita de forma directa contenidos relevantes sobre su gestión. Jensen (1993) concluye que este límite en la información entorpece la habilidad de contribuir de forma eficaz al control y evaluación del CEO, y a la estrategia de la compañía, de incluso los consejeros con más talento.

Ante este tipo de situaciones cabe la denuncia pública o la dimisión como consejero de la sociedad. Este último supuesto, la dimisión, conlleva información que los mercados no suelen asimilar de forma positiva (Gupta y Fields, 2009). Todo lo contrario, si un consejero independiente dimite bajo las circunstancias descritas anteriormente, el efecto puede resultar muy negativo en la cotización de las acciones de la empresa que se trate, forzando a la dirección a acometer los cambios necesarios para retomar el rumbo correcto. De esta forma, la dimisión de un consejero independiente puede resultar un efectivo mecanismo de control en situaciones concretas.

El estudio realizado por Duchin et al. (2010) pone de manifiesto la importancia de la información a la hora de garantizar la efectividad de los consejeros independientes. Los autores afirman que la efectividad de los consejeros independientes depende del coste de adquirir información de la empresa. Cuando el coste de adquirir información es bajo, el rendimiento de las empresas mejora al añadir consejeros externos al consejo de administración. En el caso contrario, cuando el coste de adquirir información es elevado, el rendimiento empeora al añadir consejeros externos.

Existe una cuarta crítica respecto a los independientes. Al dedicar un apartado específico a la retribución del consejero independiente, dejaremos de lado la discusión sobre este punto para un poco más adelante. Tan solo mencionaremos el doble problema que plantea la retribución de los independientes: 1. ¿A partir de qué nivel salarial puede entrar en juego la independencia de los consejeros? 2. ¿Cómo ser independiente de las personas que te pagan? Se trata de dos cuestiones a las que no se puede encontrar solución sin tener que apelar a las cualidades y características personales de cada consejero.

Análisis del papel del consejero independiente

Tal y como señalan Bhagat y Black (2002), la bibliografía presenta dos modelos distintos para el análisis del papel del consejero independiente en el desempeño de las empresas. El primer modelo examina de forma directa la relación entre composición del consejo y resultados de la compañía. El segundo modelo estudia la relación entre composición del consejo de administración y su respuesta frente a situaciones concretas como, por ejemplo, sustituir a un CEO, premiar a los ejecutivos con contratos blindados, adquisición de otras empresas y defensa frente a Opas.

A continuación se analiza la bibliografía más relevante atendiendo a los dos modelos generalizados. De forma adicional, se añade un apartado dedicado al análisis de trabajos con importantes contribuciones de diversa índole y otro apartado dedicado a la retribución del consejero independiente.

Valoración de la empresa y resultados

La idea que relaciona independencia del consejo de administración con mejores resultados de la empresa está muy extendida tanto en el mundo académico como en el ámbito reformista. Sin embargo, a pesar de tratarse de una idea generalizada, la relación entre mejores resultados y mayor presencia de independientes no goza de claro consenso en la bibliografía. Existen trabajos que afirman encontrar relaciones positivas entre las variables de interés (Baysinger y Butler, 1985; Pearce y Zahra, 1992; Rosenstein y Wyatt, 1990; De Andrés y Vallelado, 2008; Krivogorsky, 2006); otros, sin embargo, sostienen que la relación es negativa (Shivdasani y Yermack, 1999; Agrawal y Knoeber, 1996; Klein, 1998). También se da el caso de no encontrar ningún tipo de relación estadísticamente significativa entre las variables (Bhagat y Black, 2002; Hermlin y Weisbach, 1991; MacAvoy et al., 1983).

Tal y como señalan Dalton et al. (1998), la disparidad de resultados se puede deber a la naturaleza de los distintos indicadores de desempeño utilizados por los autores. En primer lugar, surge la cuestión relativa al alcance de las decisiones tomadas por el consejo y por el equipo directivo. ¿En qué medida pueden afectar estas decisiones a los indicadores financieros contables o a los basados en el mercado? Lo cierto es que no existe un acuerdo generalizado. El uso de criterios contables ha sido criticado por estar expuesto a manipulación, a infravaloración sistemática de activos, a distorsiones derivadas de distintos criterios de amortización, a diferentes criterios de consolidación de cuentas, etc. Las medidas basadas en el mercado también están sujetas a importantes reproches, ya que sobrepasan el control de los directivos. A pesar de estas críticas, el uso de magnitudes basadas en el mercado también goza de atributos positivos: resultados ajustados al riesgo, no son afectadas por los distintos contextos industriales y multinacionales, mayor facilidad para comparar empresas de diversos contextos, etc. Otros factores que afectan a la disparidad de resultados se derivan de factores tales como diferencias en las muestras y falta de consenso en las definiciones de las variables utilizadas.

La relación entre un mayor número de consejeros independientes y mejores resultados se fundamenta en dos razones principales: 1. Una mayor supervisión de la dirección implica que estos trabajarán más y mejor a favor de los intereses del conjunto de los accionistas 2. La experiencia y prestigio profesional de los independientes puede contribuir de forma notable a las decisiones estratégicas de la sociedad.

Sin embargo, esta cuestión no se puede ver reducida a simples requerimientos numéricos. El problema resulta ser más complicado. A partir de la información contenida en el trabajo realizado por Duchin et al. (2010), hemos elaborado una tabla que sintetiza las tres visiones distintas respecto a esta cuestión. Se trata de un enfoque que centra la atención en la capacidad del CEO en seleccionar a los nuevos consejeros y en la composición del consejo de administración antes de que se produzcan los cambios.

La primera visión, defendida principalmente por los escépticos de las reformas de buen gobierno, es la denominada “escaparatista”. Esta postura sostiene que incrementar el número de independientes en el consejo de administración no tiene ningún efecto sobre los resultados de la empresa, ya que el CEO domina el proceso de selección de los candidatos y lo utiliza para colocar a sus aliados en el consejo. En este caso, los consejeros asumen un papel decorativo, alejado de cualquier tarea de supervisión, ayudando al CEO a afianzarse en su cargo. Son los también llamados “consejeros floreros”. Siguiendo este razonamiento, las recomendaciones de los códigos de buen gobierno que establecen cifras determinadas resultan inútiles, ya que el CEO es capaz de seleccionar a consejeros independientes en cuanto a la ley, pero dependientes de su persona.

La visión “afianzadora”, sostenida principalmente por los impulsores de las reformas de buen gobierno, mantiene que cualquier aumento en la independencia del consejo de administración conlleva efectos beneficiosos. El razonamiento que respalda esta tesis se fundamenta en que a los directivos les desagradan los consejeros independientes. Por esta razón tratarán de evitar su supervisión. Las fuerzas del mercado resultan insuficientes por sí mismas para establecer un nivel óptimo de independientes en el consejo. Es por este motivo que las distintas recomendaciones y mejoras implantadas a partir de los códigos de gobierno corporativo resultan efectivas. La legislación resulta un obstáculo que no puede ser evadido fácilmente por el CEO y su equipo. Este es el motivo por el cual la independencia de los nuevos consejeros resultaría efectiva, aumentando y garantizando la supervisión de los ejecutivos.

La tercera visión, denominada “optimizadora”, afirma que los fichajes adicionales de consejeros independientes producidos a partir de las reformas de buen gobierno pueden tener efectos negativos en los resultados de las empresas. Esta idea se sostiene en la percepción de que las sociedades componen de la mejor forma posible sus consejos de administración. La posición de partida sería un punto óptimo. No obstante, cualquier cambio que se produjese conllevaría a un subóptimo menos eficiente. Es cierto que cada tipología de consejeros presenta sus particularidades; cada uno posee sus puntos fuertes y sus puntos débiles. Por esta razón se da la disyuntiva de tener que elegir entre unos y otros. Este problema lo resuelve la propia empresa con la experiencia y con los distintos acontecimientos relevantes que puedan afectar a su funcionamiento. Sin embargo, aquellos cambios suscitados por nuevos requerimientos legales podrían tener efectos adversos. Además, esta postura también podría explicar el porqué de la divergencia de resultados en los estudios que han tratado de relacionar el fichaje de independientes con mejores resultados. La incorporación de un independiente sería beneficioso para una determinada empresa si la composición de su consejo partiese de un punto distinto al óptimo. En el caso contrario, el efecto sería negativo.

Dejando de lado los diversos aspectos técnicos que dificultan la homogeneidad de resultados, debemos señalar que una mayor presencia de consejeros independientes en el consejo de administración no puede ser justificada por supuestas relaciones entre independencia del consejo y mejores resultados. La falta de consenso bibliográfico y evidencia científica pone en entredicho este tipo de postulaciones.

Tabla 4

Efectos de la incorporación de independiente

Visión	Escaparatista	Afianzadora	Optimizadora
¿Quiénes la mantienen?	Escépticos de las reformas	Reformistas	Algunos académicos
Principales argumentos	Establecer objetivos a través de la regulación en el número de consejeros independientes no mejora el gobierno de las empresas. El equipo ejecutivo puede seleccionar a consejeros "independientes" en cuanto a los requerimientos legales, pero afines a la dirección.	A los ejecutivos les desagradan los consejeros independientes. El equipo directivo trata de evitar su supervisión. Las fuerzas del mercado resultan insuficientes para establecer un nivel óptimo de independientes. El equipo ejecutivo no puede evadir fácilmente la legislación, por lo que la independencia de los nuevos consejeros será efectiva.	Los consejos de administración se constituyen de forma que maximicen el valor de la compañía. El equipo ejecutivo se encuentra frente a una disyuntiva cuando tiene que elegir entre consejeros ejecutivos o independientes; cada uno posee fortalezas y debilidades distintas
Efecto de incrementar el número de independientes en el rendimiento de la empresa	No tiene ningún efecto. El CEO utiliza la figura del consejero independiente para colocar a sus aliados en el consejo.	Positivo. Un aumento de la independencia en el consejo aumenta la supervisión del equipo directivo.	Negativo. Añadir consejeros independientes puede dar lugar a una composición subóptima y, por tanto, puede reducir el rendimiento de la empresa.

Tabla elaborada a partir de la información contenida en el trabajo de Duchin et al. (2010).

Sustitución del CEO, Opas y MBO

A diferencia de lo que sucede con los estudios citados en el apartado anterior, la bibliografía presenta un amplio consenso cuando se trata de analizar situaciones en las que el consejo de administración tiene que tomar decisiones concretas. Existe un gran número de artículos en los que se documenta evidencia sobre determinadas situaciones en las que empresas con consejos de administración con presencia mayoritaria de consejeros independientes, son capaces de crear mayor valor para el accionista.

Cabe destacar las aportaciones realizadas en cuanto a la supervisión del primer ejecutivo. La composición del consejo de administración, en especial la proporción de consejeros externos e internos, debería tener un impacto importante sobre la probabilidad de destitución del CEO (Boeker, 1992). En cierta medida, esto se debe a que el consejo de administración es la primera medida defensiva de los accionistas frente a directivos incompetentes (Weissbach, 1988). Por

tanto, frente a una gestión inadecuada, el consejo de administración es el órgano responsable de vetar a la dirección y propiciar un cambio de los gestores.

Se han realizado diversos estudios que han puesto de relieve la relación entre malos resultados y rotación del CEO (Coughlan y Schmidt, 1985; Warner et al., 1988). Sin embargo, estos estudios no contemplaban los posibles efectos que un mayor número de independientes en el consejo pudieran tener sobre la rotación de los primeros ejecutivos. Dentro del conjunto de decisiones que enmarca la función de supervisión, una de las tareas más importantes es la sustitución del CEO cuando éste no desempeña correctamente su papel. Siguiendo las tesis propuestas por la teoría de la agencia, un consejo de administración solamente puede ser objetivo en sus decisiones cuando es independiente (Fama, 1980). Por tanto, desde el ámbito puramente conceptual, los consejos mayoritariamente independientes deberían ser más propensos a sustituir al presidente cuando su administración no es la adecuada.

Uno de los trabajos que más resonancia ha causado en esta vía de investigación ha sido el realizado por Weisbach (1988). El autor incluye la independencia del consejo como variable del modelo. Los resultados obtenidos describen una correlación positiva entre dimisiones/renuncias del CEO y evolución del precio de las acciones cuando en el consejo de administración existe una mayoría de independientes. Basándose en los retornos imprevistos de las acciones en los días en los que se anuncian las dimisiones, el autor llega a la conclusión de que los consejeros crean valor para la empresa cuando eliminan a los malos directivos. Fama y Jensen (1983) apuntan que un consejero externo tratará de preservar su capital humano como consejero de éxito, por tanto, promoverá la salida del mal CEO, enviando así la señal al mercado de que su capacidad como “controlador de decisiones” es alta.

En cuanto a la elección de un nuevo CEO, Borokhovich et al. (1996) sostienen que cuando se produce el cese del primer ejecutivo, la probabilidad de que el presidente sea un externo aumenta con la fracción de consejeros externos en el órgano de gobierno de la sociedad.

También existen importantes trabajos que estudian lo que ocurre cuando un independiente entra o sale de una empresa. Gupta y Fields (2009) advierten que la dimisión de un consejero independiente proporciona una señal negativa al mercado. Esta información resulta menos negativa cuando el consejo de administración goza de una proporción de independientes suficiente antes de que se produzca la dimisión. Otro estudio que aborda la salida de los consejeros independientes es el realizado por Farrell y Whidbee (2000). Los autores encuentran una probabilidad de rotación más elevada para aquellos independientes que muestran una alineación mayor con el CEO saliente tras su cese. Hsu-Huei et al. (2008) realizan un análisis sobre las reacciones que provocan en el mercado los anuncios de nuevos fichajes de consejeros independientes para el caso de Taiwán, llegando a identificar una correlación positiva entre ambos factores. La presencia de independientes en los consejos de administración taiwaneses no queda contemplada en la legislación, por lo que concluyen que el fichaje de independientes tiene efectos más beneficiosos para aquellos países con peores mecanismos de buen gobierno.

El salario del primer ejecutivo también ha sido abordado desde el prisma de los consejeros independientes. Por ejemplo, Ryan y Wiggins (2004); Mishra y Nielsen (2000); Hooy y Tee (2010), documentan relaciones positivas entre la remuneración del CEO basada en resultados y la presencia de independientes en el consejo de administración. De forma parecida, Mayers y Smith (2010) encuentran evidencia entre las empresas con mayor número de independientes y el nivel del salario de los directivos que depende del rendimiento. Los autores señalan que los

salarios de los ejecutivos son más sensibles a cambios en el ROA cuando la fracción de independientes en el consejo es alta.

Otro campo de investigación muy prolífico ha sido el que trata de relacionar consejeros independientes con diversas variables que entran en juego cuando se produce una Opa. Byrd y Hickman (1992) encuentran que cuando una empresa realiza una oferta pública de acciones y su consejo de administración está compuesto por al menos un cincuenta por ciento de independientes, los retornos inesperados el mismo día del anuncio son mucho mayores. Sin embargo, la relación que describen no es lineal, apuntando que también es posible poseer demasiados consejeros independientes.

Desde el punto de vista de la empresa que es objeto de la adquisición, el trabajo realizado por Cotter et al. (1997) concluye que los consejeros independientes aumentan las ganancias de los accionistas de la empresa que es comprada, y que las empresas con mayoría de independientes tienen una mayor probabilidad de adoptar medidas de defensa (*Poison pills*, etc.) con el objeto de aumentar la riqueza del accionista. También ocurre que, cuando una Opa no es bien recibida por el mercado y la cotización de las acciones de la empresa que va a ser adquirida decrece de forma considerable tras el anuncio de compra, la probabilidad de que se complete la operación es menor para aquellas empresas con mayor presencia de independientes (Paul, 2007).

En cuanto a los consejeros independientes y los MBO⁹, Lee et al. (1992) sugieren que, en las empresas con consejos dominados por independientes, los accionistas obtienen mayores retornos que el resto cuando estas son adquiridas por la dirección. Dada la naturaleza de este tipo de operaciones, la probabilidad de que se generen situaciones de conflicto de interés entre la dirección y el accionariado es mucho mayor. Los directivos, al tratar de hacerse con el control del negocio, se pueden ver incentivados a tomar decisiones que influyan de forma negativa en el precio de las acciones, de tal forma que el coste de la operación resulte menor. Asimismo, el equipo directivo tiene la obligación de velar por los intereses de los accionistas. En el supuesto de compra del negocio, dicha obligación se traduce en el deber de obtener el mayor precio posible para los accionistas. Si la dirección no posee los estándares éticos necesarios y la sociedad carece de mecanismos de defensa, el problema se ve incrementado notablemente. En este tipo de situaciones, resulta de vital importancia el papel que debe desempeñar el consejero independiente. Los resultados obtenidos por Lee et al. indican que dicho papel no resulta baladí, ya que tal y como se ha señalado, los accionistas de empresas con mayor número de independientes reciben mayor valor en este tipo de operaciones.

Otros factores

La influencia del consejero independiente también ha sido estudiada desde múltiples variables de gran importancia para las empresas. Por ejemplo, se ha hallado evidencia de que la presencia de empresas de capital riesgo en el accionariado se relaciona positivamente con la presencia de independientes en el consejo de administración (Baker y Gompers, 2003).

También debemos señalar el trabajo realizado por Musteen et al. (2010). Analizando una muestra de 324 compañías dentro de la lista *Forbes* de las empresas más admiradas de Estados Unidos, los autores identifican mejor reputación de la sociedad con mayor número de consejeros independientes (junto con la variable tamaño del consejo).

⁹ *Management Buyout*. Un MBO es un tipo de operación mediante la cual el equipo directivo de una determinada sociedad se hace con el control de la misma mediante la compra de participaciones al resto del accionariado.

Para las empresas del índice S&P 500 con presencia accionarial de capital familiar fundacional, Anderson y Reeb (2004) afirman que las cotizadas más valiosas son aquellas en las que la presencia de consejeros independientes equilibra las representaciones familiares en el consejo.

El consejero independiente y la estrategia

La evidencia empírica más reciente nos permite comprender mejor cuál es la realidad que subyace a la figura del consejero independiente. Los resultados obtenidos hacen pensar que, en muchas ocasiones, el papel del consejero independiente sobrepasa las relaciones y tareas estipuladas en la legislación y códigos de buen gobierno.

Puede resultar interesante que nos preguntemos de nuevo por qué las empresas fichan en realidad a los consejeros independientes. La respuesta inmediata se ha tratado en los apartados precedentes: existe una regulación y una serie de recomendaciones que recogen su presencia en los consejos de administración de las sociedades cotizadas. Sin embargo, esta respuesta parece no responder a la realidad de lo que sucede en los órganos de supervisión de las grandes empresas.

Miwa y Ramseyer (2005), en un estudio de las 1.000 mayores empresas cotizadas en Japón, descubren que los fichajes de los independientes no se producen de forma aleatoria. Según los resultados obtenidos por los autores, cada fichaje tiene su razón de ser. Por ejemplo, las empresas que necesitan endeudarse fuertemente y las que poseen menos activos hipotecables, son más propensas a contratar a consejeros procedentes del sector bancario. De forma similar, las empresas del sector de la construcción con importantes ventas al sector público, son proclives a contratar a miembros de la Administración y del Gobierno. Este último factor ha sido estudiado en profundidad (para el caso coreano) por Kim y Lim (2008), identificando una relación positiva entre valoración de las empresas y proporción de consejeros con experiencia previa en el Gobierno.

Asimismo, el trabajo realizado por Bhagat y Black (2002) desvela importante información sobre el comportamiento de las grandes empresas al fichar a consejeros independientes. Los resultados obtenidos nos ayudan a comprender mejor la lógica que subyace a este tipo de decisiones. Según los autores, las empresas con rentabilidades bajas o malos resultados tienden a contratar en mayor medida a consejeros independientes con el fin de mejorar su situación. Parece que los consejos de administración, con sus decisiones, apoyan y siguen el convencionalismo de que un mayor número de independientes en el consejo contribuye a un mejor rendimiento de las empresas. Sin embargo, los autores señalan que no existe evidencia sobre el funcionamiento de esta estrategia. Es más, la información obtenida por Bhagat y Black contiene indicios totalmente opuestos a los dictámenes del sentido común: las empresas con más independientes no funcionan mejor que las demás.

Los resultados obtenidos por los autores citados permiten entrever que, asumiendo lo impuesto por la ley y lo recomendado por los códigos de buen gobierno, las empresas componen los consejos de administración en función de sus necesidades particulares. Atendiendo a esta consideración, parece que lo que realmente importa de un independiente no es su independencia, sino sus contactos y posibles contribuciones estratégicas derivadas del conocimiento de un determinado sector. De esta forma, el consejero independiente puede pasar a ser una importante herramienta estratégica para las empresas.

Para finalizar este apartado presentamos la Tabla 5 con las principales aportaciones de los autores más relevantes en cuanto a los consejeros independientes.

Tabla 5

Principales aportaciones en cuanto al papel del consejero independiente

Factor	Autores	Aportaciones
Remuneración de los independientes y perfil personal	Linn y Park (2005)	Las empresas con mayores oportunidades de inversión remuneran de forma más generosa a sus independientes.
	Marchetti y Stefanelli (2009)	Las empresas remuneran de forma más generosa a aquellos consejeros que gozan de mayor popularidad.
Consejeros independientes y estrategia	Kim y Lim (2008)	Existe una relación positiva entre la valoración de las empresas y la proporción de consejeros con experiencia previa en el Gobierno. Los fichajes de los independientes no se producen de forma aleatoria. Las empresas fichan a los independientes en función de sus necesidades (contactos con los bancos, con el Gobierno, etc.).
	Miwa y Ramseyer (2005)	
Independientes y resultados	Agrawal y Knoeber (1996)	Una mayor participación de consejeros "insider" en la propiedad de las compañías se relaciona positivamente con mejores resultados, mientras que más independientes en el consejo, mayor financiación vía deuda y mayor actividad en actividades de control, se relacionan de forma negativa.
	Baysinger y Butler (1985)	Las empresas con mayor porcentaje de independientes experimentaron mejores resultados. Los efectos beneficiosos se notan en consejos de administración con niveles bajos de independencia.
	De Andrés y Vallelado (2008)	La composición y el tamaño de los consejos de administración de los bancos se relacionan en forma de U invertida con los resultados de la compañía.
	Duchin et al. (2010)	La efectividad de los consejeros externos depende del coste de adquirir información de la empresa.
	Hermalin y Weisbach (1991)	Parece que no hay ningún tipo de relación entre la composición del consejo de administración y el desempeño de las empresas.
	Klein (2002)	Existe una relación negativa entre la independencia del consejo y devengos anormales.
	Krivogorsky (2006)	Los resultados obtenidos muestran una marcada relación positiva entre la proporción de consejeros independientes en el consejo de administración y distintas ratios de rentabilidad.
Pearce y Zahra (1992)	La presencia de independientes en el consejo se asocia de forma positiva con indicadores de rendimientos financieros.	
Fichaje y cese de los consejeros independientes	Shivdasani y Yermack (1999)	El fichaje de un independiente tiene menor impacto en el precio de las acciones cuando el CEO está involucrado en el proceso de selección.
	Hsu-Huei et al. (2008)	El fichaje de un independiente tiene un impacto positivo en el mercado.
	Bhagat y Black (2002)	Las empresas con rentabilidades bajas tienden a incrementar la independencia de sus consejos de administración. Sin embargo, no se puede decir que esta estrategia funcione. Las empresas con más consejeros independientes no funcionan mejor.
	Farrell y Whidbee (2000)	Existe una probabilidad de rotación más elevada para aquellos independientes que muestran una alineación mayor con el CEO saliente tras su cese.

Tabla 5 (continuación)

Factor	Autores	Aportaciones
Fichaje y cese de los consejeros independientes	Gupta y Fields (2009)	La dimisión de un consejero independiente proporciona una señal negativa al mercado. Esta información resulta menos negativa cuando el consejo de administración goza de una proporción de independientes suficiente antes de que se produzca la dimisión.
	Hermalin y Weisbach (1991)	La probabilidad de nuevos fichajes de consejeros independientes aumenta cuando las empresas experimentan resultados poco satisfactorios. Los consejos de administración tienden a perder independencia conforme evoluciona el CEO en su carrera.
	Rosenstein y Wyatt (1997)	El mercado responde positivamente cuando las empresas fichan a consejeros independientes.
Sustitución del CEO	Boeker (1992)	Presentan menor probabilidad de dimisión los CEO en los que la estructura accionarial de la sociedad se presenta más dispersa y los CEO de las empresas cuyos consejos de administración poseen un porcentaje mayor de ejecutivos.
	Borokhovich et al. (1996)	Cuando se produce el cese del primer ejecutivo, la probabilidad de que el presidente sea un externo aumenta con la fracción de consejeros externos en el órgano de gobierno de la sociedad.
	Fama y Jensen (1983)	Un consejero externo tratará de preservar su capital humano como consejero de éxito, por tanto, promoverá la salida del mal CEO.
	Hermalin y Weisbach (1991)	La rotación del CEO se relaciona negativamente con el desempeño de las empresas. Esta relación se acentúa cuando el consejo de administración goza de mayor independencia.
	Weisbach (1988)	Existe una probabilidad mayor de dimisión para aquellos CEO cuyas empresas han experimentado malos resultados y sus consejos de administración presentan una mayoría de consejeros externos.
Retribución del CEO	Hooy y Tee (2010)	La sensibilidad de la remuneración del CEO a los resultados es más elevada para aquellas empresas con más de un 50% de independientes.
	Mayers y Smith (2010)	Existe una relación positiva entre la estructura del consejo de administración y la medida en la que la compensación de los ejecutivos depende de los resultados. La remuneración es más sensible al ROA cuando la fracción de externos es elevada.
	Mishra y Nielsen (2000)	Existe una relación positiva entre el porcentaje de consejeros independientes y la sensibilidad del salario del CEO a los resultados.
	Ryan y Wiggins (2004)	La remuneración en forma de acciones es mayor para aquellos directivos cuyas empresas presentan un número más alto de independientes.
Opas	Byrd y Hickman (1992)	Las empresas que lanzan una OPA y que poseen al menos un 50% de independientes, obtienen retornos anormales significativamente mayores el día del anuncio que las compañías con menos independientes.
		Cuando el consejo de administración es independiente, la prima de adquisición, la revisión de la prima y las ganancias para el accionista durante el periodo de oferta, son mayores.
		Cuando una opa no es bien recibida por el mercado y la cotización de las acciones de la empresa a adquirir decrece de forma considerable tras el anuncio de compra, la probabilidad de que se complete la operación es menor para aquellas empresas con mayor presencia de independientes.

Tabla 5 (continuación)

Factor	Autores	Aportaciones
MBO	Lee et al. (1992)	Los resultados sugieren que las empresas con consejos dominados por independientes obtienen mayores retornos que el resto cuando éstas son adquiridas por la dirección.
Otros factores	Anderson y Reeb (2004)	Las empresas con presencia accionarial de capital familiar fundacional más valiosas –del índice S&P 500– son aquellas en las que la presencia de consejeros independientes equilibra las representaciones familiares en el consejo.
	Baker y Gomers (2003)	Las empresas respaldadas por entidades de capital riesgo poseen menos internos y más consejeros independientes.
	Musteen et al. (2010)	Las empresas con consejos de administración grandes y con una mayor proporción de consejeros externos poseen mejor reputación que aquellas con consejos pequeños y elevadas proporciones de internos.

La retribución del consejero independiente

Uno de los problemas críticos que envuelve al consejero independiente se sigue de la retribución que estos deben percibir. El salario de los consejeros que gozan de la cualidad de independientes debe equilibrarse si se quiere garantizar su independencia. No existen criterios precisos a la hora de identificar retribuciones elevadas que puedan poner en juego la independencia de los consejeros. Sin embargo, si los ingresos provenientes de la consejería representan un porcentaje elevado del salario total del consejero, su criterio puede perder cierta independencia respecto de la persona o comité que le ha designado para tal posición.

El caso contrario también entraña problemas. Si las percepciones salariales son demasiado bajas, la compañía puede encontrar dificultades a la hora de encontrar consejeros cualificados dispuestos a asumir la dedicación y responsabilidad que supone el cargo. De esta forma, el comité de nombramientos se encuentra frente a un importante dilema en el momento de determinar las retribuciones de los consejeros independientes.

En el ámbito académico, el problema de la compensación de los consejeros independientes no se ha estudiado con la profundidad con la que se han abordado los distintos sistemas de retribución de directivos. La legislación y códigos de buen gobierno tampoco inciden de forma relevante ante este problema. El Código Unificado de Buen Gobierno se limita a recomendar *«que la remuneración de los consejeros externos sea la necesaria para retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que el cargo exija; pero no tan elevada como para comprometer su independencia»*¹⁰. La recomendación de la Unión Europea del 30 de abril de 2009 sobre los sistemas de retribuciones de las sociedades que cotizan en bolsa, establece una serie de principios que deben ser tomados en cuenta a la hora de desarrollar sistemas de compensación de consejeros. Estos principios, debido a su contenido, pueden resultar de gran utilidad para la creación de sistemas de retribución de consejeros independientes.

¹⁰ Recomendación 37, Código Unificado de Buen Gobierno.

En primer lugar, se pretende que el sistema de remuneración de directivos favorezca la sostenibilidad de la empresa en el *largo plazo*. Además, la retribución debe estar relacionada con los resultados de la empresa. Este segundo punto implica que los componentes variables del salario deben estar vinculados de alguna forma a criterios de rendimiento (cuantificables, establecidos de antemano y no solamente financieros). Para garantizar que las decisiones tomadas por los consejeros sean las más favorables para la empresa en el largo plazo, se propone que parte de los componentes variables de desempeño se aplacen en el tiempo. De esta forma se podrían verificar los resultados obtenidos con los objetivos propuestos. En caso de no cumplir con los requisitos preestablecidos, el consejero percibirá la cuantía correspondiente a la remuneración fija, perdiendo el complemento variable. Las opciones sobre acciones quedan excluidas de cualquier posible retribución de los consejeros independientes, ya que ponen en peligro su efectiva independencia.

Si bien los sistemas retributivos de los consejeros independientes no se han estudiado en profundidad, no cabe decir lo mismo de las posibles relaciones entre la compensación de los independientes y otras variables. En este sentido, Marchetti y Stefanelli (2009) tratan de estudiar si existe algún tipo de relación entre la remuneración de los independientes y su perfil personal. Los resultados obtenidos indican que las empresas remuneran de forma más generosa a aquellos consejeros que gozan de mayor popularidad.

Linn y Park (2005) aseguran que la retribución de los consejeros independientes está relacionada con el conjunto de oportunidades de inversión de las empresas. Esto es, las empresas con mayores oportunidades de inversión remuneran de forma más generosa a sus independientes que aquellas con espectros más limitados.

8. Reflexiones finales

Desde un punto de vista teórico, la figura del consejero independiente ha suscitado altas expectativas en cuanto a la mejora del gobierno de las sociedades. Muchas de las recomendaciones establecidas en los códigos de buen gobierno se sustentan en la teoría de la agencia y, por tanto, se concretan en señalar situaciones generadoras de conflicto de interés. Este enfoque resulta insuficiente, ya que se puede caer en el peligro de realizar «*una interpretación* (de la independencia del consejero) *más atenta a la letra que al espíritu de la denominación*»¹¹, cumpliendo con los requisitos mínimos para gozar de la condición de independiente y no garantizando una independencia efectiva.

En este estudio queremos poner de relieve, siguiendo la tesis propuesta por Canals (2008), que la independencia de los consejeros es algo que trasciende a la remuneración y a los posibles criterios que la regulación pueda contemplar. La independencia no se puede fabricar mediante una combinación óptima de requisitos. Se trata, más bien, de una característica de la persona que emana de las virtudes y cualidades cultivadas a lo largo del tiempo. Por esta razón, parece acertado que las recomendaciones de los códigos y la propia ley contemple la posibilidad de incumplir eventualmente con algunas de las normas, con el fin de buscar la mejor solución y sin apegarse excesivamente a la letra.

¹¹ Informe Olivencia.

La retribución de los independientes sigue siendo un problema abierto. A pesar de las ideas expuestas en la recomendación de la Unión Europea del 30 de abril de 2009, parece que el único criterio económico que salvaguarda la independencia del consejero apunta a que la remuneración procedente de la consejería no suponga un porcentaje elevado de su retribución total. Entre las posibles soluciones a este problema cabría destacar la necesidad de una mayor transparencia en la remuneración de cada consejero, siendo públicas no solo las percepciones procedentes de la consejería, sino también el resto de honorarios que pueda recibir fruto de otros cargos.

La presencia de los consejeros independientes en el gobierno de las sociedades se puede justificar por diversos motivos, pero tal y como hemos visto en el apartado dedicado al estudio del papel de los independientes, una mayor presencia de consejeros independientes en el consejo de administración no puede ser justificada por unos mejores resultados. Asimismo, hay que resaltar la importancia de los independientes en cuanto a la supervisión y sustitución del CEO. Las investigaciones realizadas señalan que las empresas con malos resultados y una presencia considerable de consejeros independientes son más propensas a sustituir al primer ejecutivo. Este hecho solo podría darse si los independientes gozasen de una independencia efectiva. No obstante, al tratarse la independencia de un rasgo personal, una correcta supervisión del CEO solamente podrá acometerse si los independientes gozan de ciertas características subjetivas.

Recomendaciones de códigos de gobierno corporativo en cuanto a la composición del consejo de administración

	Código	Recomendaciones
AMBITO ESPAÑOL	Informe Olivencia (1998)	Que se integre en el consejo de administración un número razonable de consejeros independientes, cuyo perfil responda a personas de prestigio profesional desvinculadas del equipo ejecutivo y de los accionistas significativos. (Recomendación 2)
		Que en la composición del consejo de administración, los consejeros externos (dominicales e independientes) constituyan amplia mayoría sobre los ejecutivos, y que la proporción entre dominicales e independientes se establezca teniendo en cuenta la relación existente entre el capital integrado por paquetes significativos y el resto. (Recomendación 3)
	Informe Aldama (2003)	Debería haber mayoría amplia de consejeros externos en el consejo y, dentro de éstos, una participación muy significativa de consejeros independientes, teniendo en cuenta la estructura accionarial de la sociedad y el capital representado en el consejo. (Punto 3)
	Código Unificado de Buen Gobierno (2006)	Que los consejeros externos dominicales e independientes constituyan una amplia mayoría del consejo, y que el número de consejeros ejecutivos sea el mínimo necesario, teniendo en cuenta la complejidad del grupo societario y el porcentaje de participación de los consejeros ejecutivos en el capital de la sociedad. (Recomendación 10)
		Que los consejeros independientes representen al menos un tercio del total de consejeros (Recomendación 13)
AMBITO INTERNACIONAL	Cadbury Report (1992)	We recommend that the calibre and number of non-executive directors on a board should be such that their views will carry significant weight in the board's decisions. To meet our recommendations on the composition of sub-committees of the board, all boards will require a minimum of three non-executive directors, one of whom may be the chairman of the company provided he or she is not also its executive head. (4.11)
	Higgs Report (2003)	At least half of the members of the board, excluding the chairman, should be independent non-executive directors. (9.5)
	NYSE 303A Corporate Governance Standards (2003)	Listed companies must have a majority of independent directors. (303A.01)
	Recomendación de la Comisión Europea (2005/162/CE)	Para el consejo de administración o de supervisión de las empresas, debe elegirse un número suficiente de administradores no ejecutivos o supervisores que garantice un tratamiento apropiado de los conflictos graves de intereses que impliquen a los administradores. (Sección II, punto 4)
	Combined Code on Corporate Governance (2008)	The board should include a balance of executive and non-executive directors (and in particular independent non-executive directors) such that no individual or small group of individuals can dominate the board's decision taking. (A.E Main Principle)
		At least half the board, excluding the chairman, should comprise non-executive directors determined by the board to be independent. A smaller company should have at least two independent non-executive directors. (A.3.2)
	Code de Gouvernement d'entreprise des sociétés cotées (2008)	The independent directors should account for half the members of the Board in widely-held corporations and without controlling shareholders. In controlled companies, independent directors should account at least for a third. (8.2)
	Deutscher Corporate Governance Kodex (2009)	To permit the Supervisory Board's independent advice and supervision of the Management Board, the Supervisory Board shall include what it considers an adequate number of independent members. (5.4.2)
Hong Kong Code on Corporate Governance (2004)	Every board of directors of a listed issuer must include at least three independent non-executive directors (Main Board Listing Rules 3.10)	
	The board should have a balance of skills and experience appropriate for the requirements of the business of the issuer. The board should ensure that changes to its composition can be managed without undue disruption. The board should include a balanced composition of executive and non-executive directors (including independent non-executive directors) so that there is a strong independent element on the board, which can effectively exercise independent judgement.. Non executive directors should be of sufficient calibre and number for their views to carry weight. (A.3 Board Composition)	

Referencias

- Adams, R. y D. Ferreira (2008), "Do directors perform for pay?", *Journal of accounting economics*, vol. 46, nº 1, págs. 154-171.
- Agrawal, A. y S. Chadha (2005), "Corporate governance and accounting scandals", *The Journal of Law Economics*, vol. 48, nº 2, págs. 371-406.
- Agrawal, A. y C. Knoeber (1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, nº 3, págs. 377-397.
- Anderson, R. y D. Reeb (2004), "Board composition: Balancing family influence in SP 500 firms", *Administrative Science Quarterly*, vol. 49, nº 2, págs. 209-237.
- Baker, M. y P. Gompers (2003), "The determinants of board structure at the initial public offering", *The Journal of Law Economics*, vol. 46, nº 2, págs. 569-598.
- Baysinger, B. y H. Butler (1985), "Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition", *Journal of Law, Economics & Organization*, vol. 1, nº 1.
- Baysinger, B. y R.E. Hoskisson (1990), "The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy", *The Academy of Management Review*, vol. 15, nº 1, págs. 72-87.
- Berle, A. y G. Means, (1932), "The Modern Corporation and Private Property", Macmillan, Nueva York.
- Bhagat, S. y B. Black (2002), "The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance", *The Journal of Corporation Law*, vol. 27, nº 2.
- Boeker, W. (1992), "Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the Top", *Administrative Science Quarterly*, vol. 37, 3, págs. 400-421.
- Boone, A., L. Field, J. Karpoff y C. Raheja (2007), "The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 85, nº 1, págs. 66-101.
- Borokhovich, K., R. Parrino y T. Trapani (1996), "Outside Directors and CEO Selection", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, nº 3, págs. 337-355.
- Byrd, J. y K. Hickman (1992), "Do Outside Directors Monitor Managers - evidence from tender offer bids", *Journal of Financial Economics*, vol. 32, nº 2, págs. 195-221.
- Canals, J. (2008), "En busca del equilibrio. Consejos de administración y alta dirección en el gobierno de la empresa", Prentice Hall, Madrid.
- Coles, J. y W. Hesterly (2000), "Independence of the chairman and board composition: Firm choices and shareholder value", *Journal of Management*, vol. 26, nº 2, págs. 195-214.
- Cotter, J., A. Shivdasani y M. Zenner (1997), "Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers?", *Journal of Financial Economics*, vol. 43, nº 2, págs. 195-218.

- Dalton, D.R., C.M. Daily, A.E. Ellstrand y J.L. Johnson (1998), "Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance", *Strategic Management Journal*, vol. 19, nº 3, págs. 269-290.
- De Andres, P. y E. Vallelado (2008), "Corporate Governance in Banking: The Role of the Board of Directors", *Journal of Banking Finance*, vol. 32, nº 12, págs. 2.570-2.580.
- Deutsch, Y., T. Keil y T. Laamanen (2007), "Decision Making in Acquisitions: The Effect of Outside Directors' Compensation on Acquisition Patterns", *Journal of Management*, vol. 33, nº 1, págs. 30-56.
- Duchin, R., J. Matsusaka y O. Ozbas (2010), "When are outside directors effective?", *Journal of Financial Economics*, vol. 96, nº 2, págs. 195-214.
- Fama, E. y M. Jensen (1983), "Agency Problems and Residual Claims", *The Journal of Law Economics*, vol. 26, nº 2, págs. 327-349.
- Fama, E. y M. Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control", *The Journal of Law Economics*, vol. 26, nº 2, págs. 301-325.
- Farrell, K. y D. Whidbee (2000), "The Consequences of Forced CEO Succession for Outside Directors", *The Journal of Business*, vol. 73, nº 4.
- Faulk, A. (1991), "Rethinking outside directors", *The Corporate Board*, vol. 12, nº 71.
- Gordon, J. (2007), "The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: Of shareholder value and stock market prices", *Stanford Law Review*, vol. 59, nº 6, págs. 1.465-1.568.
- Gupta, A., D. Otley y S. Young (2008), "Does superior firm performance lead to higher quality outside directorships?", *Accounting, Auditing y Accountability Journal*, vol. 21, nº 7, págs. 907-932.
- Gupta, M. y L.P. Fields (2009), "Board Independence and Corporate Governance: Evidence from Director Resignations", *Journal of Business Finance Accounting*, vol. 36, nº 1-2, págs. 161-184.
- He, E. y D. Sommer (2010), "Separation of Ownership and Control: Implications for Board Composition", *The Journal of Risk and Insurance*, vol. 77, nº 2, págs. 265-295.
- Hermalin, B. y M. Weisbach (1998), "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO", *The American Economic Review*, vol. 88, nº 1, págs. 96-118.
- Hooy, C. y C. Tee (2010), "The monitoring role of independent directors in CEO pay-performance relationship: the case of Malaysian government linked companies", *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, vol. 3, nº 2, págs. 245-259.
- Hsu-Huei, H., H. Paochung, A.K. Haider e Y. Yun-Lin (2008), "Does the Appointment of an Outside Director Increase Firm Value? Evidence from Taiwan", *Emerging Markets, Finance Trade*, vol. 44, nº 3, págs. 66-80.
- Kim, H. y C. Lim (2010), "Diversity, outside directors and firm valuation: Korean evidence", *Journal of Business Research*, vol. 63, nº 3, págs. 284-291.
- Klein, A. (2002), "Audit committee, board of director characteristics, and earnings management", *Journal of Accounting Economics*, vol. 33, nº 3, págs. 375-400.

- Krivogorsky, V. (2006), "Ownership, board structure, and performance in continental Europe", *The International Journal of Accounting*, vol. 41, nº 2, págs. 176-197.
- Kumar, P. y K. Sivaramakrishnan (2008), "Who Monitors the Monitor? The Effect of Board Independence on Executive Compensation and Firm Value", *The Review of Financial Studies*, vol. 21, nº 3, págs. 1.371-1.401.
- Lauterbach, B., J. Vu y J. Weisberg (1999), "Internal vs. External Successions and Their Effect on Firm Performance", *Human Relations*, vol. 52, nº 12, págs. 1.485-1.504.
- Lauterbach, B. y J. Weisberg (1994), "Top management successions: the choice between internal and external sources", *International Journal of Human Resource Management*, vol. 5, nº 1, págs. 51-65.
- Laux, V. (2008), "Board Independence and CEO Turnover", *Journal of Accounting Research*, vol. 46, nº 1, págs. 137-171.
- Lee, C., S. Rosenstein, N. Rangan y W. Davidson (1992), "Board composition and shareholder wealth - the case of management buyouts", *Financial Management Tampa*, vol. 21, nº 1, págs. 58-72.
- Linck, J., J. Netter y T. Yang (2008), "The determinants of board structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 87, nº 2, págs. 308-328.
- Linck, J., J. Netter y T. Yang (2009), "The Effects and Unintended Consequences of the Sarbanes-Oxley Act on the Supply and Demand for Directors", *The Review of Financial Studies*, vol. 22, nº 8, págs. 3.287-3.328.
- Linn, S. y D. Park (2005), "Outside Director Compensation Policy and the Investment Opportunity Set", *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, nº 4, págs. 680-715.
- MacAvoy, P., S. Cantor, J. Dana y S. Peck (1983), "ALI proposals for increased control of the corporation by the board of directors: An economic analysis", Statement of the Business Roundtable on the American Law Institute proposed principles of corporate governance and structure: Restatement and recommendations, *Business Roundtable*, Nueva York.
- Marchetti, P. y V. Stefanelli (2009), "Does the Compensation Level of Outside Director Depend on Its Personal Profile? Some Evidence from UK", *The Journal of Management and Governance*, vol. 13, nº 4, págs. 325-354.
- Mayers, D. y C. Smith (2010), "Compensation and Board Structure: Evidence from the Insurance Industry", *The Journal of Risk and Insurance*, vol. 77, nº 2, págs. 297-327.
- Mishra, C. y J. Nielsen (2000), "Board Independence and Compensation Policies in Large Bank Holding Companies", *Financial Management Tampa*, vol. 29, nº 3, págs. 51-69.
- Miwa, Y. y J.M. Ramseyer (2005), "Who Appoints Them, What Do They Do? Evidence on Outside Directors from Japan", *Journal of Economics Management Strategy*, vol. 14, nº 2, págs. 299-337.
- Mizruchi, M. (1983), "Who Controls Whom? An Examination of the Relation Between Management and Boards of Directors in Large American Corporations", *The Academy of Management Review*, vol. 8, nº 3, págs. 426-435.
- Mooweon, R. y L. Ji-Hwan (2008), "The Signals Outside Directors Send to Foreign Investors: Evidence from Korea", *Corporate Governance*, vol. 16, nº 1, págs. 41-51.

- Musteen, M., D. Datta y B. Kemmerer (2010), "Corporate Reputation: Do Board Characteristics Matter?", *British Journal of Management*, vol. 21, nº 2, págs. 498-510.
- Pathan, S. y M. Skully (2010), "Endogenously structured boards of directors in banks", *Journal of Banking Finance*, vol. 34, nº 7, págs. 1.590-1.606.
- Paul, D. (2007) "Board composition and corrective action: Evidence from corporate responses to bad acquisition bids", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 42, nº 3, págs. 759-783.
- Pearce, J. y S. Zahra (1992), "Board composition from a strategic contingency perspective", *Journal of Management Studies*, vol. 29, nº 4, págs. 411-438.
- Pietro, M. y S. Valeria, "Does the compensation level of outside director depend on its personal profile? Some evidence from UK", *The Journal of Management and Governance*, vol. 13, nº 4.
- Ponnu, C. y R. Karthigeyan (2010), "Board independence and corporate performance: Evidence from Malaysia", *African Journal of Business Management*, vol. 4, nº 6, págs. 858-868.
- Raheja, C. (2005), "Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 40, nº 2, págs. 283-306.
- Ravina, E. y P. Sapienza (2010), "What Do Independent Directors Know? Evidence from Their Trading", *The Review of Financial Studies*, vol. 23, nº 3, págs. 962-1.003.
- Rosenstein, S. (1990), "Outside directors, board independence, and shareholder wealth", *Journal of Financial Economics*, vol. 26, nº 2, págs. 175-191.
- Rosenstein, S. y J. Wyatt (1997), "Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth", *Journal of Financial Economics*, vol. 44, nº 2, págs. 229-250.
- Ryan, H. y R. Wiggins (2004), "Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring", *Journal of Financial Economics*, vol. 73, nº 3, págs. 497-524.
- Shivdasani, A. y D. Yermack (1999), "CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis", *The Journal of Finance*, vol. 54, nº 5, págs. 1.829-1.853.
- Shivdasani, A. y M. Zenner (2004), "Best practices in corporate governance: what two decades of research reveals", *The Bank of America Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 16, nº 2/3, págs. 29-41.
- Spencer Stuart (2009), "Spain Board Index".
- Stein, G. y A. San Martín, (2009), "La sucesión del CEO", Estudio IESE (ST-80).
- Stein, G y J. Capapé (2009), "Factors of CEO Failure: Mapping the Debate", Estudio IESE (Study-85).
- Subrahmanyam, V., N. Rangan y S. Rosenstein (1997), "The role of outside directors in bank acquisitions", *Financial Management Tampa*, vol. 26, nº 3, pág. 23.
- Tufano, P. y M. Sevick (1997), "Board structure and fee-setting in the US mutual fund industry", *Journal of Financial Economics*, vol. 46, nº 3, págs. 321-355.

Wang, Y., C. Chuang y S. Lee (2010), "Impact of compositions and characteristics of board of directors and earnings management on fraud", *African Journal of Business Management*, vol. 4, nº 4, págs. 496-511.

Weisbach, M. (1988), "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, págs. 431-460.

Wintoki, M.B. (2007), "Corporate Boards and Regulation: The Effect of the Sarbanes-Oxley Act and the Exchange Listing Requirements on Firm Value", *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, nº 2-3, págs. 229-250.

Zattoni, A. y F. Cuomo (2010), "How Independent, Competent and Incentivized Should Non-executive Directors Be? An Empirical Investigation of Good Governance Codes", *British Journal of Management*, vol. 21, nº 1, págs. 63-79.