

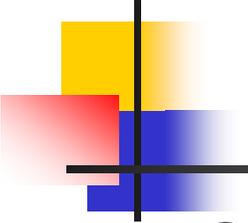
**Jornada
BME/FEF**

**Nuevos Patrones
Financieros:
¿Más capital y
menos deuda?**

**Gobierno Corporativo
y Estructura
Financiera**

**Desapalancamiento
y Crecimiento en
España**

**Francisco González
Universidad de Oviedo**



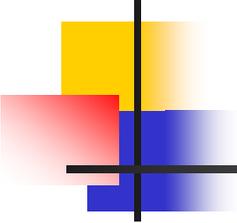
GOBIERNO CORPORATIVO

OBJETIVO de un buen gobierno corporativo:

Reducir los “beneficios privados” y facilitar la aportación externa de fondos a la empresa (Shleifer and Vishny, 1997)

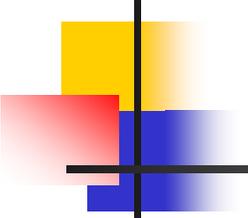
ÍNDICE

- Revisión de las principales conclusiones de la literatura
- Implicaciones en el caso español
 - Implicaciones para la empresa
 - Implicaciones regulatorias



CONCLUSIÓN DEL LAW & FINANCE

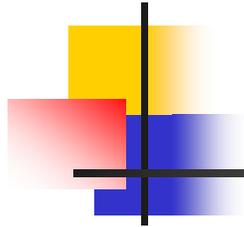
- Una mejor protección de los accionistas minoritarios frente a directivos y accionistas mayoritarios:
 - Mayor captación de fondos propios (La Porta et al., 1997)
 - Mayor velocidad de ajuste a la estructura óptima de capital (Öztekín y Flannery, 2012)
 - Mayor dispersión de la propiedad (La Porta et al., 1999)
 - Mayor pago de dividendos (La Porta et al., 2000)
 - Mayor liquidez de las acciones (Chung et al., 2002)
 - Menores niveles de diversificación empresarial (Hoechle, 2012)
 - Mayor valor de las acciones (La Porta et al., 2002)
- Protección de los acreedores frente a los accionistas:
 - Más crédito y de mayor vencimiento. Mejoras legales están asociados a incrementos del crédito



GOBIERNO CORPORATIVO

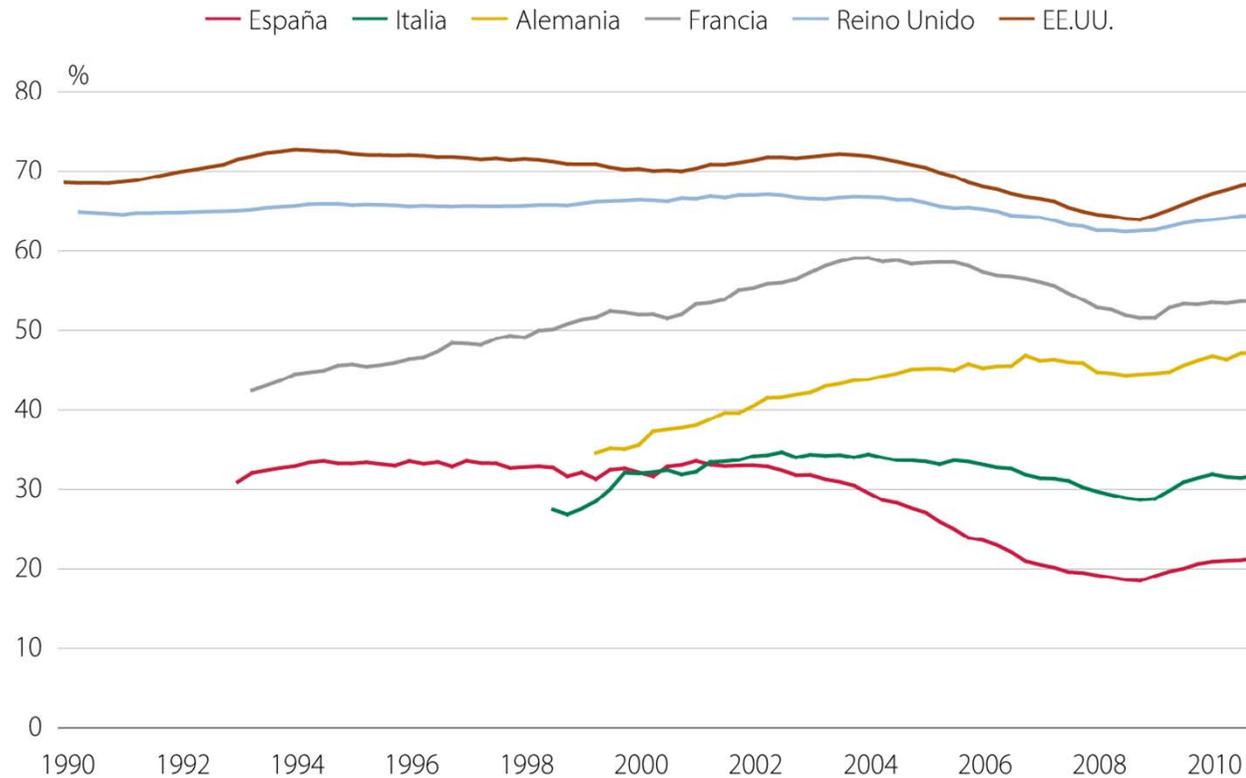
ESTUDIOS EMPÍRICOS:

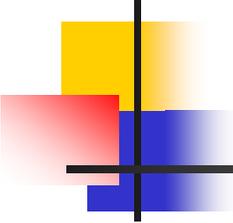
- Estudios que dentro de un mismo país observan que las empresas con peor gobierno corporativo son las que tienen menos fondos propios
Variables a nivel de empresa son relevantes
- Estudios internacionales que muestran que países con menor calidad en el gobierno corporativo tienen menos fondos propios
Variables regulatorias e institucionales a nivel país son relevantes
- Estudios que dentro de un país analizan cómo cambios en la regulación del gobierno favorecen un aumento de los fondos propios (Ley de Sarbanes-Oxley en 2002 en Estados Unidos).
Variables regulatorias e institucionales a nivel país son relevantes



¿Es relevante el gobierno corporativo para explicar el patrón de financiación de la empresa española?

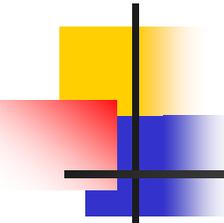
- Mayor peso relativo del crédito bancario
- Descenso de los fondos propios (35% al 26% entre 1990 y 2010)
- Menor vencimiento de la deuda





OTRAS CARACTERÍSTICAS VINCULADAS

- El menor tamaño de la empresa española:
 - La importancia de las PYMES españolas en empleo y en VA está por encima de la media europea. Hay una mayor presencia de las micropymes.
 - La utilización de financiación bancaria de las pymes española es 1,8 veces superior al de las empresas grandes
- Dificultad de financiar inversiones arriesgadas-Crecimiento (John et al., 2000)
- Mayor vulnerabilidad a las crisis bancarias

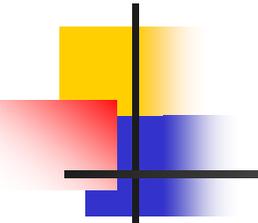


¿CUÁLES SON LAS VARIABLES DE GOBIERNO CORPORATIVO QUE MÁS NOS DIFERENCIAN

- Variables a nivel de empresa:

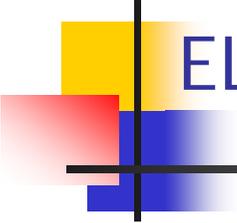
- La estructura de propiedad
- El consejo de administración
- Los sistemas de retribución
- Transparencia informativa (financiera, operaciones vinculadas,...)
- Representación de accionistas minoritarios en Juntas y Consejos
- Cláusulas dificultando las tomas de control externo

- Variables a nivel del país



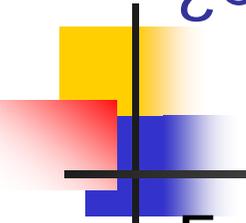
EL GOBIERNO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS I

- Margen de mejora en relación a la media europea
 - Separación entre la presidencia del consejo y ejecutivos
 - Más de dos tercios de las sociedades no siguieron las recomendaciones de 1) que el consejo someta a la junta un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros, y 2) que en la memoria se detallen las retribuciones individuales
 - Empeoramiento de las explicaciones de los incumplimientos



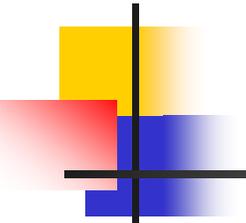
EL GOBIERNO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS II

	Índice de Transparencia e información financiera de S&P	Índice de calidad de gobierno corporativo del FTSE ISS
Alemania	55,90	31,45
Austria	49,70	32,16
Bélgica	54,16	26,18
Dinamarca	52,17	28,48
Finlandia	75,70	35,13
Francia	67,91	42,95
Grecia	68,04	28,83
Holanda	63,23	36,28
Irlanda	75,25	35,40
Italia	58,58	25,60
Luxemburgo	38,30	
Noruega	58,83	
Portugal	55,00	24,20
Suecia	61,51	33,18
Suiza	54,91	29,67
Gran Bretaña	71,36	37,58
Media	60,03	31,93
Mediana	58,70	31,80
España	52,67	23,17



¿CÓMO MEJORAR EL GOBIERNO CORPORATIVO EMPRESARIAL?

- Es endógeno: las empresas lo eligen analizando costes y beneficios
- Depende de variables a nivel nacional:
 - Variables país explican entre el 39% y el 73% de las características del gobierno corporativo de las empresas frente a características propias que explican entre un 4% y un 22% (Doidge et al., 2007)
- Códigos de Buen gobierno: Éxito reducido (Larcker et al., 2011)
- Son sustitutivos:
 - No es necesario desarrollarlos todos simultáneamente



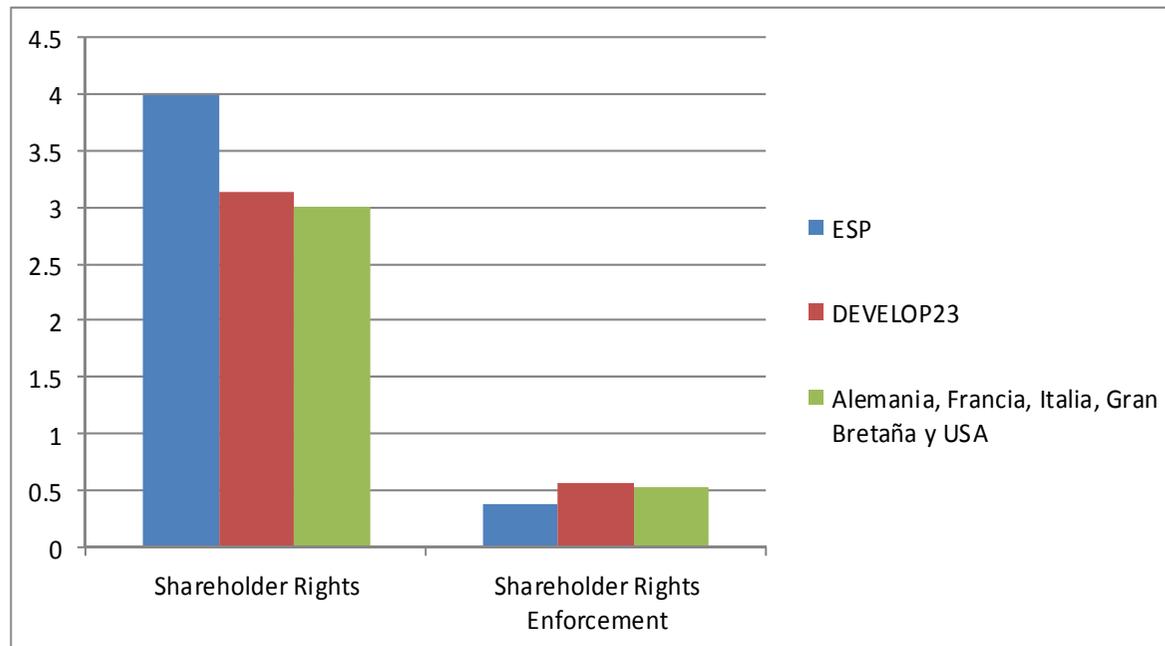
VARIABLES DE GOBIERNO CORPORATIVO

- Variables a nivel de país:

- Grado de protección de los accionistas minoritarios
- Exigencias de transparencia informativa y en la emisión de títulos
- Facilidad para la contratación privada
- DESARROLLO DE LOS MERCADOS

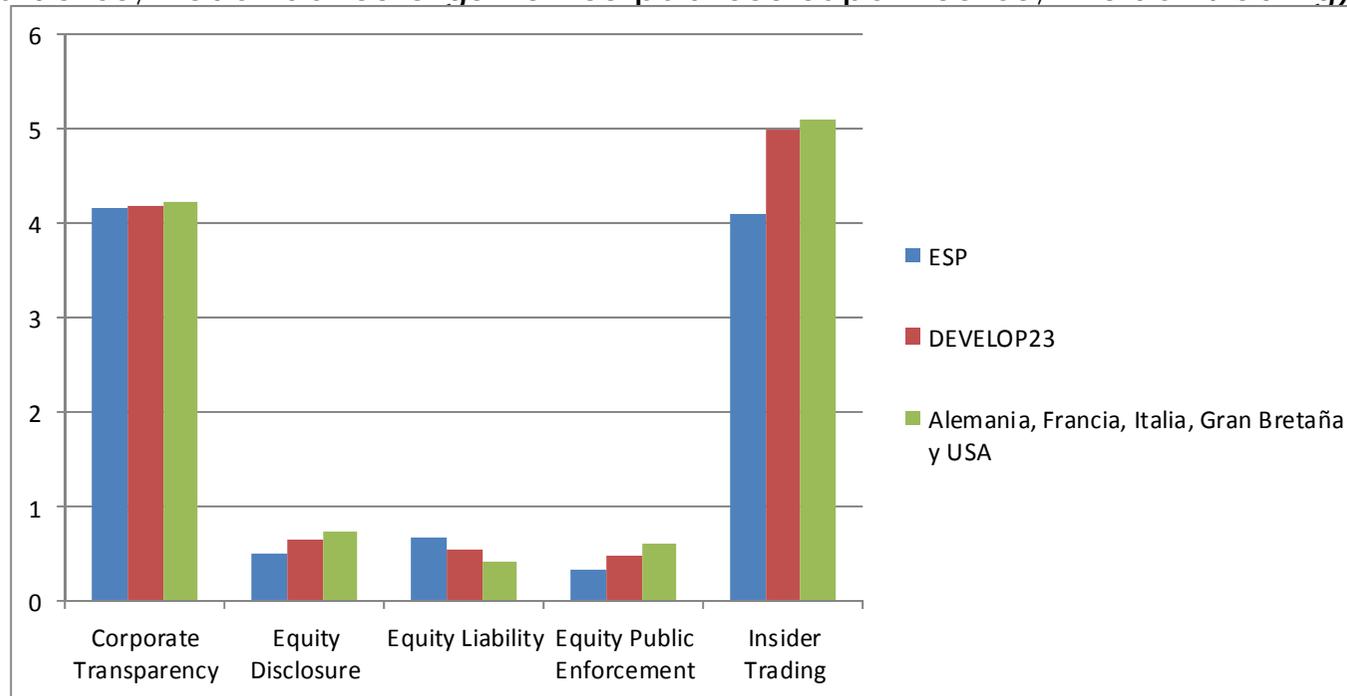
VARIABLES NIVEL PAÍS I

- Grado de protección de los accionistas minoritarios: delegación de voto por correo, representación de los accionistas minoritarios en el consejo, mínimos requeridos para forzar una asamblea, requerimientos de mayorías en asambleas...)



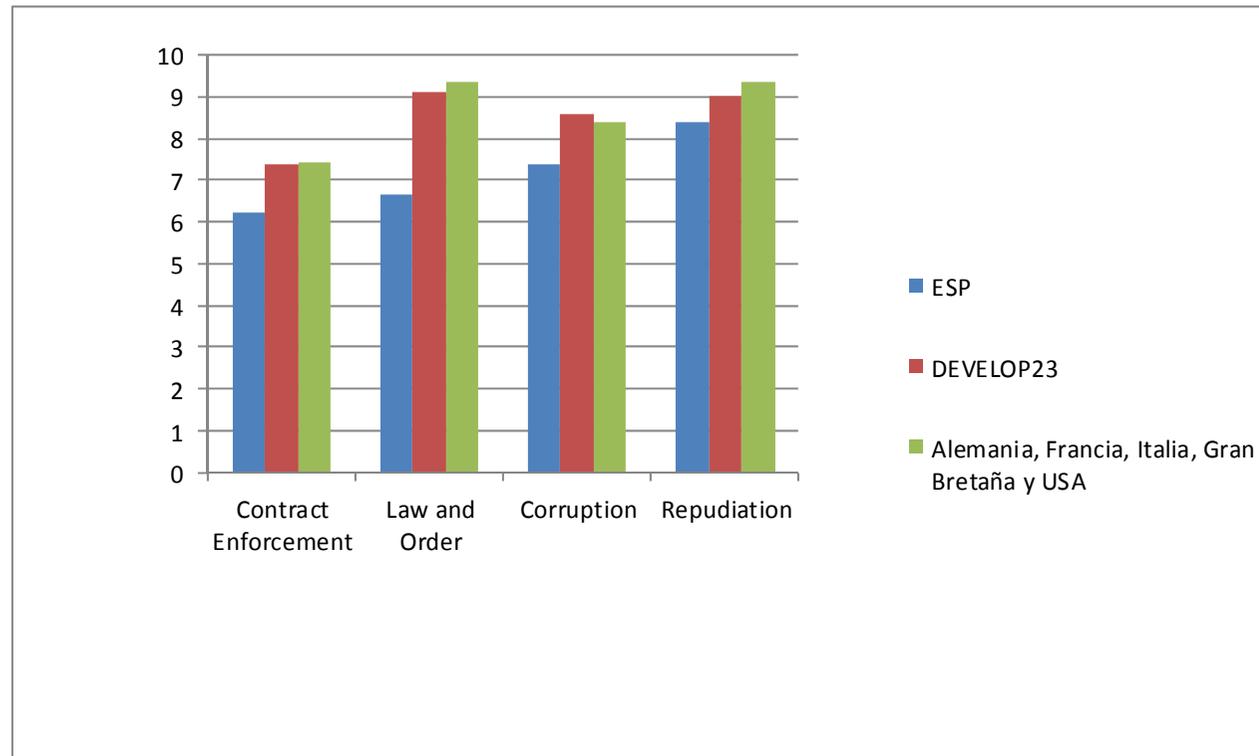
VARIABLES NIVEL PAÍS II

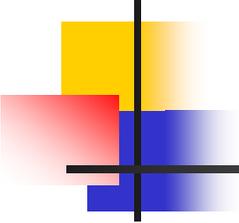
Transparencia informativa y regulación en la emisión de títulos: Calidad de los estándares contables; información sobre remuneración directiva, estructura de propiedad, participación de los internos, relaciones con partes vinculadas; Exigencia de responsabilidades para directivos, contables, distribuidores; Poder de los organismos públicos supervisores; Insider trading)



VARIABLES NIVEL PAÍS III

- Facilidad de la contratación privada: Funcionamiento del sistema judicial, control de la corrupción y “repudiation”



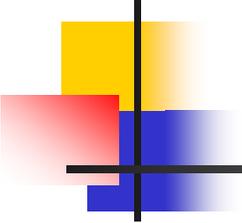


CAMBIOS ACTUALES

INCREMENTAN la importancia de un buen gobierno corporativo:

- 1) La crisis financiera
- 2) La globalización financiera

Se incrementan los costes de oportunidad tener un mal gobierno corporativo



CONCLUSIONES

- El gobierno corporativo IMPORTA y su importancia es mayor con la crisis financiera y con el avance del proceso de globalización
- Variable endógena:
 - Las empresas tienen mayores incentivos para desarrollar mejoras de gobierno corporativo
 - Existe claro margen de mejora
 - Son sustitutivos
 - Implicaciones regulatorias:
 - No especificar aspectos que pueden ser adoptados a nivel de empresa
 - Debemos regular factores nacionales: Sistema judicial