



UNIVERSIDAD DE LAS PALMAS DE GRAN CANARIA  
Facultad de Economía, Empresa y Turismo



**TESIS DOCTORAL**

**Tres ensayos sobre el papel de las Conexiones  
Políticas en el Comportamiento Corporativo  
en un contexto caracterizado por la presencia  
de accionistas dominantes**

**Doctoranda**

**SILVIA PATRICIA GUERRA PÉREZ**

**Directores**

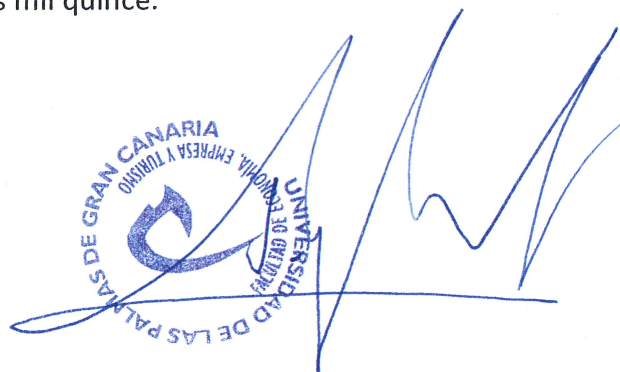
**Dra. CAROLINA BONA SÁNCHEZ**

**Dr. DOMINGO JAVIER SANTANA MARTÍN**

**Las Palmas de Gran Canaria. Septiembre de 2015**

Don Juan Manuel Benítez del Rosario, Decano de la Facultad de Economía, Empresa y Turismo de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, órgano responsable del Programa Oficial de Doctorado en Perspectivas Científicas sobre Turismo y la Dirección de Empresas Turísticas (6004), da el consentimiento para su tramitación a la tesis doctoral titulada "Tres ensayos sobre el papel de las conexiones políticas en el comportamiento corporativo en un contexto caracterizado por la presencia de accionistas dominantes", presentada por la doctoranda D<sup>a</sup> Silvia Patricia Guerra Pérez y dirigida por los doctores Carolina Bona Sánchez y Domingo Javier Santana Martín.

Y para que así conste, y afectos de lo previsto en el Artº 6 del Reglamento para la elaboración, defensa, tribunal y evaluación de tesis doctorales de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, firmo la presente en Las Palmas de Gran Canaria a 21 de septiembre de dos mil quince.

A handwritten signature in blue ink is written over a circular stamp. The stamp contains the text "UNIVERSIDAD DE LAS PALMAS DE GRAN CANARIA" around the top and "FACULTAD DE ECONOMÍA, EMPRESA Y TURISMO" around the bottom. In the center of the stamp is a stylized logo consisting of a circle with a flame-like shape inside.

Fdo. Don Juan Manuel Benítez del Rosario

# UNIVERSIDAD DE LAS PALMAS DE GRAN CANARIA

Facultad de Economía, Empresa y Turismo

Programa Oficial de Doctorado en Perspectivas Científicas sobre el Turismo y  
la Dirección de Empresas Turísticas

## Título de la Tesis

Tres ensayos sobre el papel de las conexiones políticas en el comportamiento  
corporativo en un contexto caracterizado por la presencia de accionistas  
dominantes

Tesis Doctoral presentada por D<sup>a</sup> Silvia Patricia Guerra Pérez

Dirigida por la Dra. D<sup>a</sup>. Carolina Bona Sánchez

Codirigida por el Dr. D. Domingo Javier Santana Martín

**La Directora,**



**El Codirector**



**La Doctoranda**



Las Palmas de Gran Canaria, a 21 de septiembre de 2015

*A mi padre*

## **AGRADECIMIENTOS**

*Me gustaría que estas líneas sirvieran para expresar mi agradecimiento a todas aquellas personas que han colaborado en la realización de la presente Tesis Doctoral.*

*En primer lugar, agradezco la confianza y el apoyo que los codirectores de esta tesis doctoral, el Dr. Domingo Javier Santana Martín y la Dra. Carolina Bona Sánchez, depositaron en mi desde el momento que aceptaron dirigirme y guiarme en este proceso. La experiencia doctoral junto a ellos ha sido enormemente enriquecedora no sólo académica y profesionalmente, sino también personalmente. Su trayectoria investigadora me ha proporcionado la orientación y el enfoque necesario, pero su calidad humana me ha motivado a lo largo de este proyecto.*

*En el ámbito personal, expreso mi más profunda y sincera gratitud a mi familia y a cada una de las personas que considero parte de la misma, quienes celebran mis progresos y me apoyan en cada nuevo reto. En especial, dedico las siguientes líneas a mis padres, sin ellos jamás hubiese llegado hasta aquí. Agradezco a mi madre la ternura y la paciencia que me ha dedicado siempre y, especialmente, durante este proceso. Asimismo, reservo un lugar muy especial para mi padre, quien desde muy niña me enseñó el valor del esfuerzo y la constancia. Recuerdo cada uno de los días que pude compartir a su lado, aunque lo importante no es el tiempo, sino la huella que se deja, sintiéndome enormemente agradecida por cada instante que disfruté de su cariño.*

*Finalmente, termino estas líneas ofreciendo mis disculpas por los errores y omisiones que pudiesen existir en el presente documento, asumiendo la responsabilidad de los mismos, si los hubiere.*

---

# ÍNDICE

---

## ÍNDICE

<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>1</b>
<b>CAPÍTULO I. EMPRESAS POLÍTICAMENTE CONECTADAS EN ESPAÑA .....</b>	<b>8</b>
1. INTRODUCCIÓN .....	9
2. ARGUMENTOS TEÓRICOS.....	14
2.1. CONEXIONES POLÍTICAS Y PROPIETARIOS DOMINANTES.....	14
2.2. CONEXIONES POLÍTICAS Y VALOR DE LA EMPRESA .....	17
3. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN .....	20
3.1. MUESTRA Y BASE DE DATOS .....	20
3.2. VARIABLES.....	22
4. RESULTADOS .....	25
4.1. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS .....	25
4.2. ANÁLISIS MULTIVARIANTE .....	31
4.2.1. Consejeros políticos y propietarios dominantes .....	31
4.2.2. Consejeros políticos y valor de la empresa .....	35
4.3. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.....	39
5. CONCLUSIONES .....	44
<b>CAPÍTULO II. EMPRESAS POLÍTICAMENTE CONECTADAS Y DEUDA .....</b>	<b>48</b>
1. INTRODUCCIÓN .....	49
2. ARGUMENTOS TEÓRICOS.....	52
2.1. CONEXIONES POLÍTICAS, PROPIETARIOS DOMINANTES Y DEUDA .....	52
2.2. CONEXIONES POLÍTICAS, NATURALEZA DE LOS PROPIETARIOS DOMINANTES Y DEUDA .....	56
3. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN .....	59
3.1. MUESTRA Y BASE DE DATOS .....	59
3.2. VARIABLES.....	61
4. RESULTADOS .....	65
4.1. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS .....	65

---

4.2. ANÁLISIS MULTIVARIANTE .....	70
4.3. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.....	76
5. CONCLUSIONES.....	82
<b>CAPÍTULO III. EMPRESAS POLÍTICAMENTE CONECTADAS Y REMUNERACIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN .....</b>	<b>84</b>
1. INTRODUCCIÓN .....	85
2. ARGUMENTOS TEÓRICOS.....	90
2.1. CONEXIONES POLÍTICAS Y EXCESO DE REMUNERACIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN .....	90
2.2. DIVERGENCIA ENTRE DERECHOS DE VOTO Y <i>CASH FLOW</i> , CONEXIONES POLÍTICAS Y EXCESO DE REMUNERACIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN.....	95
3. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN .....	99
3.1. MUESTRA .....	99
3.2. VARIABLES Y FUENTES DE INFORMACIÓN .....	100
4. RESULTADOS .....	108
4.1. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS .....	108
4.2. ANÁLISIS MULTIVARIANTE .....	112
4.3. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.....	115
5. CONCLUSIONES .....	118
ANEXO .....	122
<b>CONCLUSIONES.....</b>	<b>125</b>
<b>REFERENCIAS .....</b>	<b>131</b>



---

# INTRODUCCIÓN

---

La presencia de ex cargos políticos en la empresa privada ha despertado especial interés en los últimos años, tanto en la comunidad académica, como en el ámbito profesional y la sociedad en general. Este interés se ha visto favorecido por la crisis económica e institucional que desde la segunda mitad de 2007 sufren multitud de países, y en particular España, y por los casos de corrupción empresarial en los que se presume la implicación de políticos o ex políticos. En esta línea, de acuerdo con el *Corruption Perceptions Index 2013* (Transparencia Internacional), España e Italia son los dos países europeos con mayores niveles de corrupción. Por otra parte, según el *Global Competitiveness Report 2013-2014* (Foro Económico Mundial), de los 148 países analizados, España ocupa el puesto 101 en términos de confianza ciudadana en los políticos. Asimismo, según la última encuesta del CIS (julio de 2015)<sup>1</sup>, los principales problemas que actualmente existen en España son el paro, el fraude y la corrupción. Los datos del *Eurobarómetro* de 2013 indican que el 77% de los ciudadanos españoles percibe la corrupción como

---

<sup>1</sup>. [http://www.cis.es/cis/opencms/Archivos/Indicadores/documentos\\_html/TresProblemas.html](http://www.cis.es/cis/opencms/Archivos/Indicadores/documentos_html/TresProblemas.html)

parte de la cultura empresarial del país, el 67% considera que las conexiones políticas son la única vía de éxito para la empresa y el 84% percibe el soborno y el establecimiento de vínculos con el poder político como la vía más sencilla para acceder a servicios públicos (Transparencia International España, Una evaluación del Lobby en España: Análisis y Propuestas). Asimismo, el informe *EU Anticorruption Report*, publicado por la Comisión Europea en 2014, contempla la preocupante percepción del ciudadano español del vínculo entre actividad empresarial y corrupción.

En el ámbito empresarial, el estudio de la conectividad entre empresarios y políticos es una tarea compleja que requiere de un elevado conocimiento de las causas y consecuencias de los nexos entre el ámbito político y empresarial. En este sentido, la edición digital del diario de tirada nacional El Mundo recoge declaraciones de ex ministros como D. José María Michavila, quien considera que “nadie que haya estado en cargos públicos pueda estar luego en empresas públicas o en sectores regulados” o D. Josep Piqué quien critica el hecho de que un político “que no ha ejercido responsabilidad privada alguna pase a determinados puestos en la esfera privada por su experiencia pública anterior y por la información o relaciones que ha acumulado”; si bien, “son firmes defensores de la necesidad perentoria que tienen los ámbitos privado y público de intercambiar conocimientos y talentos para un enriquecimiento mutuo” (Escrivá, A. 29 de Junio de 2014. Los límites de la “puerta giratoria”. El Mundo. Recuperado de <http://www.elmundo.es>).

En este sentido, las conexiones políticas son comunes en España. Así Bona *et al.* (2014) y Guerra *et al.* (2014) indican que aproximadamente la mitad de las sociedades no financieras cotizadas españolas están vinculadas políticamente a través de su consejo de administración, pues al menos uno de los miembros del citado órgano de gobierno ha desempeñado previamente un cargo político. El interés por el estudio de los factores institucionales que promueven este acercamiento entre ex políticos y empresas, así como el efecto de estos vínculos sobre el comportamiento corporativo ha despertado la atención de la comunidad académica. Si bien, la evidencia empírica disponible es limitada y, o bien adopta una

perspectiva internacional (*e.g.*, Faccio, 2006; Faccio, 2010; Chaney *et al.*, 2011), o bien se centra en entornos que difieren significativamente del europeo continental (*e.g.*, Fisman, 2001; Khawaja y Mian, 2005; Li *et al.*, 2008; Goldman *et al.*, 2009; Cooper *et al.*, 2010).

De este modo, el objetivo de esta tesis es el análisis de las conexiones políticas en una muestra de empresas no financieras cotizadas españolas durante el periodo 2003-2012, al objeto de analizar la influencia de dichas conexiones en ciertas variables corporativas. Así, el estudio se acomete en un contexto caracterizado por la presencia de propietarios dominantes que controlan de modo efectivo la empresa. Para dar cumplimiento a este objetivo, la tesis se ha estructurado en tres capítulos, cada uno de los cuales se presenta como un ensayo independiente, cuyo nexo común es el estudio de la conectividad política ante la presencia de un propietario dominante y el empleo de estructuras que posibilitan la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* por parte de dicho propietario dominante.

Así, en el Capítulo I, aceptado para su publicación en *Business Research Quarterly* en 2014, se realiza un análisis de la relación entre el control efectivo de la empresa por parte de los propietarios dominantes y la presencia de consejos de administración políticamente conectados. Además, se analiza la incidencia de la presencia de conexiones políticas en el valor de la empresa. Los resultados evidencian que el ejercicio efectivo de control y la naturaleza del propietario dominante inciden en la probabilidad de que un ex político sea designado consejero. Además, se muestra que las conexiones políticas afectan al valor de la empresa, viniendo determinada dicha influencia por la naturaleza y el modo en el que el propietario dominante ejerce el control efectivo de la empresa, así como por ciertas características del consejero político.

En el Capítulo II, se estudia la incidencia de las conexiones políticas en el nivel de deuda. Los resultados obtenidos evidencian que la presencia de consejeros políticos aumenta el endeudamiento de la empresa. No obstante, este resultado

viene condicionado por la naturaleza del propietario dominante, pues la presencia de conexiones políticas condiciona su aversión al riesgo, los costes que dicho propietario soporta como consecuencia de la realización de actividades expropiatorias y sus opciones para evitar la dilución del control efectivo a través de la política de financiación.

Finalmente, en el Capítulo III se analiza el efecto de la conexión política en la política de remuneración del consejo de administración. Más concretamente, se estudia la incidencia de la conexión política en los incentivos del propietario dominante a establecer una remuneración “excesiva” para el consejo de administración. Los resultados evidencian una relación negativa entre la presencia de ex cargos políticos en el consejo de administración y el exceso de remuneración del citado órgano de gobierno. Adicionalmente, nuestros resultados ponen de manifiesto que el aumento de la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* del accionista de control, aumenta el exceso de remuneración del consejo políticamente conectado.

De este modo, la presente tesis contribuye a la literatura sobre gobierno corporativo de modo diverso. Así, hasta donde alcanza nuestro conocimiento, el primer ensayo es el primer estudio que analiza la presencia de consejeros políticos en Europa Continental a lo largo de un amplio horizonte temporal. En segundo lugar, es la primera investigación que aborda la relación entre el poder de los propietarios dominantes y la presencia de consejeros políticos en un país de economía no planificada. En tercer lugar, mientras que la mayoría de los estudios sobre la incidencia de las conexiones políticas en el valor de la empresa se han centrado en el entorno anglosajón o asiático, empleando una metodología típica de los estudios de eventos y muestras reducidas, nuestro trabajo se centra en un país europeo continental, utilizando una amplia muestra de empresas cotizadas durante un amplio periodo de estudio.

El segundo ensayo contribuye al conocimiento sobre los factores que determinan la política de endeudamiento de las empresas. Así, en primer lugar, se

aporta evidencia sobre el vínculo entre las conexiones políticas y el nivel de deuda en el contexto de Europa Continental y, por consiguiente, se analiza la citada relación de un modo que es difícil de captar en países de economías planificadas o en transición, donde el gobierno posee relevantes niveles de participación en el capital de las empresas cotizadas y los medios de comunicación se caracterizan por un elevado nivel de opacidad y control por parte del Estado. Además, se proporciona evidencia sobre el efecto de las conexiones políticas en un contexto que difiere del entorno anglosajón, en el cual la presencia de propietarios dominantes es anecdótica. En segundo lugar, se proporciona evidencia sobre cómo las conexiones políticas afectan al nivel de deuda en función de la naturaleza del propietario dominante; una cuestión que, hasta donde alcanza nuestro conocimiento, no ha sido abordada en estudios precedentes.

Finalmente, el tercer ensayo contribuye a la literatura relacionada con la política de remuneración del consejo de administración de diversos modos. En primer lugar, mientras que la mayor parte de la investigación previa se ha centrado en la remuneración de ciertos tipos de consejeros tales como los externos o independientes, este ensayo adopta una perspectiva más amplia al analizar la compensación del consejo de administración ante la presencia de consejeros que han ocupado cargos políticos en el pasado. En segundo lugar, mientras que los estudios precedentes se han acometido preferentemente en el entorno anglosajón, el tercer ensayo amplía el reducido número de trabajos enfocados en el análisis de la remuneración del consejo de administración en países caracterizados por estructuras de propiedad concentradas. Finalmente, el tercer ensayo se centra en el “exceso de remuneración” del citado órgano de gobierno, y analiza si dicho excedente es consecuencia de potenciales conflictos de agencia asociados a la presencia de consejeros políticos bajo el control de accionistas dominantes o, por el contrario, es el resultado de la presencia de mayores incentivos a retener, a través de una mayor retribución, las ventajas asociadas a la conexión política.

De este modo, la presente tesis proporciona evidencias de utilidad para los reguladores e inversores, pues pone de manifiesto que en un entorno caracterizado

por una débil protección legal de los intereses de los inversores externos y por una destacada presencia de propietarios dominantes, la designación de consejeros que han ocupado cargos políticos en el pasado incide en el comportamiento corporativo, alterando los incentivos de dicho propietario dominante en el control de la actuación de la empresa.

---

## CAPÍTULO I

# EMPRESAS POLÍTICAMENTE CONECTADAS EN ESPAÑA

---



## **1. INTRODUCCIÓN**

España, al igual que la mayoría de los países de Europa Continental, se encuentra inmersa en un proceso de transformación del sistema de gobierno corporativo. En este contexto, instituciones, académicos, políticos y empresas ponen de manifiesto la necesidad de mejorar el gobierno corporativo con el fin de limitar los posibles conflictos de agencia entre propietarios controladores y accionistas minoritarios. Al mismo tiempo, la crisis económica, financiera e institucional que afecta a Europa desde mediados de 2007 y, particularmente, a países como Grecia, Italia, Irlanda, Portugal y España, ha originado un creciente interés por el estudio de los nexos entre las élites políticas y empresariales, así como de su efecto sobre el comportamiento de la empresa. El entorno empresarial español se caracteriza por un alto nivel de corrupción. Así, de acuerdo con el *Corruption Perceptions Index 2013* (Transparencia Internacional), España e Italia son los dos países europeos con niveles más altos de corrupción. Por otra parte, según el *Global Competitiveness Report 2013-2014* (Foro Económico Mundial), de 148

países analizados, España ocupa el puesto 101 en términos de confianza ciudadana en los políticos, el 93 en términos de eficacia del consejo de administración y el 138 en términos de facilidad de acceso a la financiación bancaria.

La escasa transparencia asociada a los vínculos entre las élites empresariales y políticas, así como la ausencia de evidencia empírica previa sobre la presencia de conexiones políticas en el contexto español, muestra que el nivel de conocimiento sobre este fenómeno no supera lo anecdótico respecto a un número de casos con una cobertura mediática significativa, como el nombramiento del ex presidente español Don Felipe González Márquez como consejero de Gas Natural, S.A. en 2010 o la contratación del ex presidente español Don José María Aznar López como asesor externo para Endesa, S.A. en 2011.

Los estudios cuyo objeto de investigación es la conectividad política se enfrentan a dos retos importantes. En primer lugar, los vínculos entre las élites empresariales y políticas a menudo se caracterizan por su opacidad, pues ésta facilita la obtención de rentas políticas, especialmente aquellas de dudosa legalidad (Leuz y Oberholzer-Gee, 2006). Así, las conexiones entre políticos y empresarios pueden establecerse mediante canales privados que evitan que la compañía se enfrente al elevado escrutinio público al que están expuestas las empresas políticamente conectadas (*e.g.*, Riahi-Belkaoui, 2004; Chaney *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012). En segundo lugar, el análisis de las conexiones políticas explícitas en una empresa se enfrenta a la dificultad derivada de la ausencia de una definición generalmente aceptada de conexión política. Consecuentemente, es difícil estudiar empíricamente la relación entre la conectividad política y el comportamiento empresarial (Chen *et al.*, 2011). Los vínculos políticos de una empresa pueden ser el resultado del movimiento de políticos desde la esfera política al entorno empresarial (*revolving door*) o viceversa (*reverse revolving door*). En este trabajo nos centramos en los casos de *revolving door*. Concretamente, siguiendo la literatura previa (*e.g.*, Faccio, 2006; Goldman *et al.*, 2009; Chaney *et al.*, 2011; Chen *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012; Duchin y Sosyura, 2012), consideramos la

presencia de políticos en el consejo de administración como un indicador de la existencia de conexiones políticas.

Estudios previos han argumentado varias motivaciones para la existencia de empresas con conexiones políticas. Así, Khwaja y Mian (2005) señalan que las empresas con conexiones políticas disfrutan de un mayor acceso a la financiación de instituciones financieras, y Boubakri *et al.* (2012) muestran que estas empresas tienen menores limitaciones presupuestarias y son menos sensibles a la presión de la competencia que las empresas sin vínculos políticos. Por su parte, Qian *et al.* (2011) encuentran que las actividades de *tunneling* y *self-dealing* de los accionistas dominantes son más pronunciadas en las empresas con conexiones políticas cuando el objetivo de la conexión es garantizar el acceso a la financiación bancaria. Además, Chen *et al.* (2011) muestran que las asimetrías informativas se incrementan en las empresas políticamente conectadas, y Chaney *et al.* (2011) y Bona *et al.* (2014) documentan una menor calidad de la información contable en las empresas con conexiones políticas. Además, los consejeros políticos podrían ser una importante fuente de beneficios para la empresa porque proporcionarían conocimientos sobre los procedimientos burocráticos y normativos (*e.g.*, Agrawal y Knoeber, 2001; Goldman *et al.*, 2009). En esta línea, Faccio (2006) señala que las conexiones políticas favorecen un trato preferencial en términos de beneficios fiscales, adjudicación de contratos con el gobierno, un menor control regulador sobre la empresa o un mayor control sobre sus competidores. De este modo, teniendo en cuenta los argumentos anteriores, así como las conclusiones de Agrawal y Knoeber (2001), los políticos desempeñan un "papel político" en el consejo de administración; es decir, sirven principalmente como un instrumento para promover el intercambio sistemático de favores entre las élites políticas y empresariales (Chaney *et al.*, 2011).

En Europa Continental, la presencia de accionistas dominantes en las grandes empresas cotizadas es generalizada (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Faccio y Lang, 2002). Estos propietarios configuran la élite empresarial y, por tanto, pueden ejercer una elevada influencia política y económica (*e.g.*, Morck y Yeung, 2004; Morck *et al.*,

2004). En este contexto, los propietarios dominantes tienen la capacidad y los incentivos para jugar un papel activo en el diseño del sistema de gobierno corporativo (*e.g.*, Shleifer y Vishny, 1997; La Porta *et al.*, 1999, 2000; Cuervo, 2002; Burkart *et al.*, 2003; Villalonga y Amit, 2006). Este aspecto es especialmente relevante en los consejos de administración, porque los propietarios dominantes tienen el poder para influir en su composición, definiendo los diferentes roles que abarca este mecanismo interno de gobierno (*e.g.*, Durnev y Kim, 2005; Yeh y Woidtke, 2005; Kim *et al.* 2007; Dahya *et al.*, 2008).

De este modo, el objetivo de este capítulo es analizar la relación entre la presencia de consejeros políticos en el consejo y el control efectivo de los propietarios dominantes, así como estudiar el efecto de las conexiones políticas en el valor de la empresa. Para lograr este propósito se ha utilizado una muestra de empresas no financieras españolas que cotizaban en el mercado bursátil español durante el período 2003-2012. Además, se ha utilizado la metodología de definición de las cadenas de control para identificar al propietario dominante de cada empresa y determinar si ejerce su control a través de una estructura piramidal (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002; Santana y Aguiar, 2006; Sacristán y Gómez, 2007; Pindado *et al.*, 2012). El estudio de la composición del consejo y de la estructura de propiedad se realiza para cada año y empresa de la muestra para reducir los problemas asociados a la asunción de estabilidad en la estructura de propiedad durante todo el período objeto de investigación. Asimismo, este estudio emplea como unidad de análisis la empresa y no el país, reduciendo así los problemas inherentes a estudios internacionales de gobierno corporativo que se enfocan en diferentes marcos legales, regulatorios e institucionales y, consecuentemente, dificultan la distinción de los efectos a nivel de empresa sobre los resultados obtenidos a partir de los efectos a nivel de país (King y Santor, 2008). En esta línea, Faccio (2010) argumenta que los costes y beneficios de las conexiones políticas dependen de las características específicas de cada país.

Los resultados de este estudio revelan que alrededor de la mitad de las empresas españolas cotizadas tienen al menos un ex-político en su consejo de

administración. Además, los resultados indican que tanto los derechos de voto del propietario dominante, como su carácter familiar, afectan a la probabilidad de que un ex-político sea designado como consejero. Asimismo, las evidencias obtenidas señalan que la presencia de conexiones políticas en el consejo afecta positivamente al valor de la empresa. Adicionalmente, se realiza un análisis más detallado que muestra que la incidencia en el valor depende de la naturaleza del propietario dominante, el uso de estructuras piramidales, así como de la antigüedad y la participación en la propiedad de los consejeros políticos.

Nuestro estudio contribuye a la literatura sobre el efecto de las conexiones políticas y la composición del consejo de tres maneras. En primer lugar, hasta donde alcanza nuestro conocimiento, es el primer estudio que se centra en la presencia de consejeros políticos durante un amplio período de tiempo (diez años) en un país de la Europa Continental. En segundo lugar, es la primera investigación que analiza la relación entre el poder de los propietarios dominantes y la presencia de políticos en el consejo de administración en un país cuya economía no está planificada. En este sentido, el estudio muestra la incidencia del poder de los propietarios dominantes en la determinación de la composición del consejo de administración y en la definición de los diferentes roles desempeñados por los consejeros. Los resultados son especialmente relevantes para aumentar el conocimiento de los factores que determinan la composición del consejo de administración en entornos de propiedad concentrada. En esta línea, Hermalin y Weisbach (1988) argumentan que para entender cómo se eligen a los miembros del consejo es crucial conocer el papel que juega el citado órgano de gobierno en el sistema de gobierno corporativo. En tercer lugar, la mayoría de los estudios sobre el impacto de las conexiones políticas en el valor de la empresa se ha centrado en países anglosajones o asiáticos, empleando una metodología de eventos y muestras pequeñas, siendo sus resultados difícilmente generalizables (Cooper *et al.*, 2010).

El resto de este capítulo está estructurado de la siguiente manera. En la sección "Argumentos teóricos", se desarrollan las hipótesis sobre la relación entre las conexiones políticas de las empresas y los propietarios dominantes. En la sección

"Diseño de la investigación" se describe la metodología seguida en nuestra investigación y en la sección "Resultados" se presentan los resultados empíricos. Finalmente, en la última sección, se ofrecen las principales conclusiones del estudio.

## **2. ARGUMENTOS TEÓRICOS**

### **2.1. CONEXIONES POLÍTICAS Y PROPIETARIOS DOMINANTES**

La literatura previa no proporciona resultados concluyentes en relación con las características a nivel país que favorecen los vínculos entre políticos y empresas. Así, autores como Faccio (2006) y Chen *et al.* (2011) argumentan que las conexiones políticas son más fuertes y comunes en países con sistemas jurídicos débiles y altos niveles de corrupción. Sin embargo, la conectividad política también es relevante en los gobiernos democráticos, pues la mayor transparencia de las conexiones políticas facilita la detección de actos indeseables y la aplicación de sanciones. En esta línea, Morck *et al.* (2000) evidencian el gran número de conexiones políticas de las empresas canadienses, y Goldman *et al.* (2009) y Cooper *et al.* (2010) revelan la alta conectividad política de las empresas en los Estados Unidos. De este modo, las élites empresariales tienen incentivos para interactuar con el ámbito político con el fin de influir en el desarrollo del marco jurídico y económico, factor que condiciona la distribución del capital y la inversión en una economía (La Porta *et al.*, 1998).

La presencia de los propietarios dominantes facilita el intercambio de favores con las élites políticas, pues la concentración de la propiedad ofrece la estabilidad necesaria para el intercambio de favores con los políticos. Por el contrario, esta continuidad no está garantizada si el control está en manos de directivos o de accionistas con una pequeña participación en el capital. Así, Morck *et al.* (2004) argumentan que la estabilidad proporcionada por la concentración de la propiedad facilita la colusión entre empresas y élites políticas. Para estos autores, la existencia de propietarios dominantes permite la presencia de un capitalismo oligárquico que fomenta el desarrollo de un *lobbying* político para preservar su *status quo*. Chen *et*

*al.* (2011) sostienen que la concentración de la propiedad proporciona beneficios en las relaciones entre empresas y políticos. En este sentido, la concentración de propiedad aumenta la homogeneidad de los intereses de los accionistas y reduce los costes derivados de la realización de acciones colectivas para establecer y mantener relaciones con las élites políticas, asegurando que los beneficios de la conexión establecida por el propietario dominante no se diluyen por la participación de otros accionistas. Asimismo, la concentración de la propiedad reduce la necesidad de proporcionar información sobre las rentas políticas, beneficiando tanto a políticos como a propietarios dominantes, pues ambos tienen intereses en mantener oculto el intercambio de favores. En consecuencia, la concentración de la propiedad en manos de un único accionista aumenta su capacidad para establecer canales privados con las élites políticas porque políticos y empresarios tienen incentivos para dotar de opacidad a sus relaciones (*e.g.*, Leuz y Oberholzer-Gee, 2006; Bona *et al.*, 2014).

Además, la literatura previa indica que, fuera del entorno anglosajón, los propietarios dominantes utilizan estructuras piramidales para adquirir poder (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002). Estas estructuras permiten a los accionistas dominantes mantener el control con niveles relativamente bajos de inversión (Cuervo, 2002). Asimismo, las estructuras piramidales facilitan la estabilidad en el control del propietario dominante porque son mecanismos que ayudan a defender su posición (*e.g.*, Amoako-Adu y Smith, 2001; Daines y Klausner, 2001; Santana *et al.*, 2009). Por tanto, las pirámides reducen los costes de transacción en el desarrollo de políticas de *lobbying* (Morck *et al.*, 2004). En esta línea, Khanna y Palepu (2000) sostienen que las estructuras piramidales permiten la coordinación de favores y confianza, generando economías de escala a través del uso de la reputación en la relación entre las élites empresariales y políticas. Esto puede ser de particular interés cuando los mercados de capitales están escasamente desarrollados y son necesarias las relaciones de confianza para completar los contratos.

Sin embargo, la estabilidad en el poder de una empresa no está únicamente determinada por la participación en la propiedad o en el control a través de un grupo piramidal. En este sentido, la naturaleza del propietario dominante puede influir en la relevancia otorgada a la estabilidad en el control. Anderson y Reeb (2003a) argumentan que los propietarios familiares tienden a mantener el control a largo plazo en la empresa, pues una gran parte de su patrimonio familiar está vinculado a la riqueza de la firma. En consecuencia, como resultado de su posición, las élites familiares pueden obtener beneficios no pecuniarios de los lazos políticos. De este modo, además de rentas políticas, las élites familiares también pueden obtener influencia política, *status* social o un mayor grado de impunidad en ausencia de cumplimiento de la legislación (Morck, 2009).

No obstante, en Europa Continental, en particular en España, los propietarios familiares no son los únicos propietarios que tradicionalmente han configurado la "oligarquía" de los accionistas dominantes. Las familias han compartido esta función con los bancos, que participan de manera significativa en la propiedad de las empresas cotizadas españolas y juegan un papel activo en el gobierno corporativo (Ruiz y Santana, 2011). En este entorno, los bancos han tenido una considerable influencia en el desarrollo económico español y en la forma de hacer negocios (*e.g.*, Cuervo, 1991; Steinherr y Huveneers, 1994; Zoido, 1998; Fernández, 2001). Así, Beck *et al.* (2000) argumentan que los intermediarios financieros modifican la evolución del crecimiento económico, pudiendo influir en la distribución de la financiación, así como en el cambio tecnológico y el crecimiento de la productividad. En consecuencia, en Europa, el dominio de unos pocos grandes bancos facilita la formación de coaliciones y el establecimiento de fuertes relaciones entre el Estado y el sistema bancario (Rajan y Zingales, 2003).

En este contexto, los propietarios dominantes tienen la capacidad y los incentivos para influir en el diseño del sistema de gobierno corporativo y, en particular, en la composición del consejo de administración y en los diferentes roles de los miembros del consejo (*e.g.*, Durnev y Kim, 2005; Yeh y Woidtke, 2005; Kim *et al.*, 2007; Dahya *et al.*, 2008). De este modo, la estructura del citado órgano de



gobierno está condicionada por los costes y los beneficios derivados del control y de la capacidad de los consejeros para asesorar a los agentes internos (Li *et al.*, 2008). En este sentido, cuando el propietario dominante controla de forma estable una participación significativa del capital es más probable que utilice canales privados para establecer vínculos con las élites políticas porque el beneficio que obtendrá al designar un consejero político será menor, pues establecer una conexión política explícita en el consejo incrementará el escrutinio sobre el comportamiento de la empresa (*e.g.*, Riahi-Belkaoui, 2004; Chaney *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012).

De este modo, se espera que la relación entre el control del propietario dominante y la existencia de un consejo de administración políticamente conectado sea negativa. En consecuencia, nuestra primera hipótesis es la siguiente:

*Hipótesis 1. El control del propietario dominante tiene una influencia negativa sobre la probabilidad de que el consejo de administración esté políticamente conectado.*

## **2.2. CONEXIONES POLÍTICAS Y VALOR DE LA EMPRESA**

La literatura previa señala la existencia de varias motivaciones para el establecimiento de conexiones políticas, entre las cuales se incluyen el acceso a fuentes de financiación privilegiadas y a subsidios, y el uso de los contactos y conocimientos derivados de la conexión para obtener favores en el desarrollo de nueva regulación o en la participación en contratos gubernamentales (*e.g.*, Agrawal y Knoeber, 2001; Goldman *et al.*, 2009). Así, Faccio (2006) sostiene que los lazos políticos pueden conducir a un tratamiento preferencial del gobierno a través de, por ejemplo, un mayor acceso a la financiación bancaria, menores tasas impositivas, adjudicaciones de contratos gubernamentales y menor supervisión normativa de la empresa conectada o mayor supervisión de las empresas competidoras. En este línea, Boubakri *et al.* (2012) muestran que estas empresas tienen menos

limitaciones presupuestarias y son menos sensibles a la presión de la competencia que las empresas sin conexiones políticas. Además, Duchin y Sosyura (2012) encuentran que las empresas con conexiones políticas reciben una mayor inversión pública.

Así, mantener una relación continuada con las élites políticas es una estrategia que puede generar valor para una empresa. En este sentido, Fisman (2001) muestra que el valor de mercado de las empresas indonesias estrechamente relacionadas con la familia del presidente Suharto experimentó un descenso significativo ante la propagación de noticias negativas sobre la salud del presidente. Del mismo modo, Faccio y Parsley (2009) detectaron una significativa disminución del valor de la empresa después de la muerte de los políticos que residían o habían nacido en el área geográfica de la sociedad matriz. Además, Goldman *et al.* (2009) muestran que las donaciones corporativas son un indicador menos fiable de los resultados futuros que la presencia de consejeros políticos en el consejo de administración.

Por otra parte, en un entorno de propiedad concentrada y un sistema legal débil, aumenta la importancia de las redes personales y de la reputación como instrumentos válidos para la atenuación de la expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios por parte de los accionistas dominantes (*e.g.*, Agrawal y Knoeber, 2001; Stafsudd, 2009). En este sentido, las empresas con conexiones políticas pueden estar sujetas a un mayor escrutinio por parte de los analistas financieros y de los medios de comunicación (*e.g.*, Riahi-Belkaoui, 2004; Chaney *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012). Este escrutinio puede conducir a una mayor alineación entre los intereses de los propietarios dominantes y los intereses de los accionistas minoritarios debido a la mayor importancia que la estabilidad en el control y la reputación adquirieren en este escenario.

Sin embargo, las conexiones políticas se pueden establecer para lograr objetivos alejados de la creación de valor, especialmente en entornos donde los accionistas no están suficientemente protegidos por el sistema legal y los

propietarios dominantes pueden beneficiarse de la obtención de rentas políticas. Así, Morck *et al.* (2004) consideran la presencia de un "capitalismo oligárquico" en entornos de propiedad concentrada como un incentivo para que las élites políticas y empresariales preserven su *status quo* a expensas de los intereses de otros grupos de interés.

Qian *et al.* (2011) sugieren que las conexiones políticas pueden incentivar a los propietarios dominantes a expropiar a los accionistas minoritarios porque limitan la disciplina de los mercados capitales. En consecuencia, como estos autores indican, la posibilidad de obtener fondos fuera del mercado financiero puede proporcionar mayores incentivos para llevar a cabo actividades de expropiación. Así, Qian *et al.* (2011) encuentran que las actividades de *tunneling* y *self-dealing* de los propietarios dominantes son más pronunciadas en las empresas en las que la conexión política tiene como objetivo garantizar el acceso al crédito bancario. Para estos autores, las actividades de expropiación de los propietarios dominantes se enfrentan a un efecto *trade-off* entre los beneficios a corto plazo y los costes a largo plazo derivados de la pérdida de reputación corporativa. En este contexto, este coste depende de las futuras oportunidades de inversión y de los recursos financieros disponibles para financiarlas. Consecuentemente, cuando se establecen conexiones políticas con la finalidad de garantizar el acceso a fuentes de financiación fuera de los mercados de capitales, los propietarios dominantes están menos preocupados por la pérdida de reputación y tendrán un mayor incentivo para obtener beneficios privados del control.

De este modo, los argumentos anteriores ponen de relieve la importancia de considerar el entorno donde las conexiones políticas se establecen, ya que dicho contexto podría influir en el efecto de este tipo de vínculos, así como en sus costes y beneficios. Así, Faccio (2010) muestra que las diferencias entre las empresas conectadas y no conectadas políticamente son mayores en entornos institucionales caracterizados por una débil protección de los accionistas externos y, por tanto, los costes y beneficios de las conexiones políticas dependen de las características particulares del entorno institucional. En consecuencia, los argumentos anteriores

predicen efectos opuestos en la relación entre las conexiones políticas y valor de la empresa. Por tanto, nuestra segunda hipótesis es:

*Hipótesis 2. Las conexiones políticas afectan al valor de la empresa*

*Hipótesis 2a. Las conexiones políticas afectan de forma positiva en el valor de la empresa*

*Hipótesis 2b. Las conexiones políticas afectan de forma negativa en el valor de la empresa.*

### **3. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN**

#### **3.1. MUESTRA Y BASE DE DATOS**

La muestra inicial comprende un total de 115 empresas no financieras que cotizaban en el Mercado Bursátil Español entre 2003 y 2012. En el análisis de regresión se ha aplicado el método desarrollado por Hadi (1994) para eliminar los *outliers*. Como resultado, se obtiene un panel no balanceado de 999 observaciones empresa-año, en el que el 95% de las empresas tienen seis o más observaciones a lo largo del período 2003-2012.

Los datos sobre la composición del consejo de administración y de la estructura de propiedad, así como la información adicional sobre las características económicas de las empresas analizadas, se recopilaron a mano para cada año del período analizado. Así, los datos financieros se han obtenido de la información financiera de las sociedades cotizadas publicada por la Comisión del Mercado de Valores española (CNMV). El *Currículum Vitae* de los miembros del consejo fue examinado a partir de los Informes Anuales de Gobierno Corporativo publicados por la Comisión del Mercado de Valores (CNMV) y de los sitios web de las empresas. Asimismo, cuando esta información no estaba disponible, fue solicitada a las empresas directamente.

Finalmente, de acuerdo con los trabajos previos que se han centrado en el entorno español (e.g., Santana y Aguiar, 2006; Sacristán y Gómez, 2007; Ruiz y Santana, 2009, 2011), las variables relacionadas con el nivel de los derechos de voto, la naturaleza del propietario dominante y el uso de estructuras piramidales se han obtenido mediante el uso de la metodología de cadenas de control, que permite identificar al propietario dominante de la empresa, medir sus derechos de voto y *cash flow* e identificar la estructura global a través de la cual dicho propietario controla la empresa (e.g., La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002; Santana y Aguiar, 2006; Sacristán y Gómez, 2007; Pindado *et al.*, 2012). En consecuencia, una empresa tiene un propietario dominante si el principal accionista posee directa o indirectamente un porcentaje de derechos de voto igual o superior a un nivel de control establecido que, en consonancia con la literatura previa, es del 20%. Por tanto, la identificación de una familia o de un banco como propietario dominante a través de la utilización de esta metodología evita errores frecuentes en entornos de propiedad concentrada, como la asignación a un accionista de un nivel de derechos de voto y *cash flow* que no se corresponde con el que realmente posee. Por otra parte, esta metodología evita que se identifique a un accionista como propietario dominante cuando en realidad no ocupa la posición final en la cadena de control. La identificación de las citadas relaciones de control-propiedad implica la recopilación a mano de los datos relativos a la propiedad que permiten la identificación de toda la cadena de control de una empresa para cada uno de los años de la muestra. De este modo, en primer lugar, se recopila la información sobre participaciones significativas publicada por la CNMV, que incluye datos sobre la participación directa e indirecta de los accionistas que poseen, al menos, el 5% de las acciones de una empresa, así como la propiedad en manos de los miembros del consejo de administración, independientemente del tamaño de su participación. A continuación, se complementan estos datos con la base de datos de *Amadeus* (Bureau Van Dijk), que publica información sobre el consejo de administración y la estructura de propiedad de las empresas españolas cotizadas y no cotizadas. Asimismo, en los casos en los que una sociedad extranjera

posea acciones de una empresa española, se completa el análisis de la estructura de propiedad mediante el examen de los informes anuales de las empresas publicados *on line* y se resuelven las dudas *vía email*.

### **3.2. VARIABLES**

Para analizar la probabilidad de que una empresa esté políticamente conectada, definimos *POLÍTICOS* como una variable dicotómica que toma el valor de 1 si al menos uno de los miembros del consejo de administración ha ocupado una posición política a nivel europeo, nacional, regional o local en el pasado; de lo contrario, el valor es cero. Esta definición está en consonancia con la literatura previa (*e.g.*, Faccio, 2006; Goldman *et al.*, 2009; Chaney *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012; Duchin y Sosyura, 2012; Bona *et al.*, 2014). A modo de ejemplo, clasificamos la empresa Gas Natural como una sociedad con conexiones políticas en 2012, porque al menos uno de los miembros del consejo había ocupado previamente un cargo político. En concreto, D. Felipe González Márquez quien fuera presidente del Gobierno español entre 1982 y 1994. Otra empresa con conexiones políticas es Vueling, pues D. Josep Piqué Camps es miembro de su consejo de administración y ocupó varios cargos políticos en el Gobierno español entre 1996 y 2003. Por tanto, en línea con la literatura previa, este estudio se centra en los casos de *revolving door*, identificando a los políticos que prestan servicios en el sector privado como consejeros de una sociedad cotizada.

El estudio del efecto de las conexiones políticas en el valor de la empresa se ha realizado mediante el uso de una medida que refleja las expectativas de los inversores sobre la capacidad de la empresa para producir ganancias futuras. Así, se define *Q.TOBIN* como el cociente entre el valor de mercado de la empresa y el valor contable de sus activos (*e.g.*, Morck *et al.*, 1988; McConnell y Servaes, 1990; Cho, 1998; Demsetz y Villalonga, 2001; López y Rodríguez, 2001; Claessens *et al.*, 2002; Seifert *et al.*, 2005; Villalonga y Amit, 2006; Ferreira y Matos, 2008; Ruiz y Santana, 2011). En relación con el efecto de la presencia de consejeros políticos en el valor

de la empresa, los argumentos teóricos anteriormente expuestos muestran posibles impactos positivos y negativos en la relación entre conexión política y valor (e.g., Agrawal y Knoeber, 2001; Fisman, 2001; Faccio, 2006; Faccio y Parsley, 2009; Stafsudd, 2009). En consecuencia, los argumentos teóricos no permiten determinar un signo esperado concreto para la relación entre *POLÍTICOS* y valor de la empresa.

Por otra parte, para seguir analizando esta relación, se definen las variables *POLÍTICOS\_Familia*, *POLÍTICOS\_Banco* y *POLÍTICOS\_Pirámide* como variables dicotómicas que toman el valor 1 si al menos uno de los miembros del consejo de administración ha mantenido una posición política a nivel europeo, nacional, regional o local en el pasado, y el propietario dominante es una familia, un banco o ejerce su control dominante a través de una pirámide, respectivamente; de lo contrario, el valor es cero. Asimismo, se define la variable *POLÍTICOS\_Antigüedad* como una medida de la antigüedad media de los consejeros políticos como miembros del consejo y la variable *POLÍTICOS\_Propiedad* como medida del porcentaje de derechos de voto de los consejeros políticos. El efecto de estas dos variables en el valor de la empresa será analizado en términos lineales y cuadráticos, pues los argumentos teóricos y los resultados empíricos opuestos ofrecidos por la literatura previa invitan a analizar esta incidencia para diferentes niveles de antigüedad y de propiedad de los consejeros políticos.

El resto de variables de gobierno corporativo utilizadas en el análisis de la probabilidad de que una empresa decida establecer conexiones políticas se detallan a continuación. La variable *VOTO* mide los derechos de voto en manos del propietario dominante. Las variables *FAMILIA* y *BANCO* son variables dicotómicas que toman el valor 1 si el propietario dominante es una familia o un banco, respectivamente; de lo contrario, el valor es cero. El efecto de la utilización de estructuras piramidales en la probabilidad de que una empresa establezca una conexión política se analiza utilizando la variable dicotómica *PIRÁMIDE*, que toma el valor de 1 cuando el propietario dominante ejerce el control a través de una estructura piramidal; de lo contrario, el valor es cero. Así, basándonos en los argumentos teóricos establecidos en la *Hipótesis 1*, esperamos que el efecto de las

variables anteriores sobre la probabilidad de que un consejo de administración esté políticamente conectado sea negativo.

Para controlar el efecto potencial que otros elementos pudiesen tener sobre la relación objeto de investigación, hemos incluido la variable *TAMAÑO*, medida como el logaritmo del activo total. En consonancia con la literatura precedente, esperamos que el tamaño de la empresa afecte positivamente a la probabilidad de establecer una conexión política (*e.g.*, Agrawal y Knoeber, 2001; Faccio, 2006; Faccio *et al.*, 2006; Boubakri *et al.*, 2008; Cooper *et al.*, 2010). Por otra parte, autores como Khwaja y Mian (2005), Boubakri *et al.* (2012) y Cooper *et al.* (2010) muestran que las empresas con conexiones políticas se caracterizan por emplear un mayor nivel de deuda. Por tanto, incluimos como variable de control *DEUDA*, medida como el cociente entre la deuda total y el activo total. Por otra parte, Cooper *et al.* (2010) y Chen *et al.* (2011) muestran que las empresas políticamente conectadas se caracterizan por una mayor rentabilidad y mayores oportunidades de inversión. Por esta razón, consideramos el efecto de las oportunidades de crecimiento mediante *MTB*, definida como el valor de mercado del patrimonio neto dividido por el valor contable del patrimonio neto. Además, para controlar el efecto del poder de negociación del presidente del consejo de administración, se incluye la variable dicotómica *PRESI\_DUAL*, que toma el valor de 1 si el presidente del consejo tiene una función ejecutiva y cero en caso contrario. Así, siguiendo los argumentos de Chen *et al.* (2011), esperamos que esta dualidad afecte positivamente a la probabilidad de contar con un consejo de administración políticamente conectado, pues la concentración de poder facilita la negociación con los políticos y reduce los riesgos derivados del intercambio de información sobre los beneficios reales de la conexión política. Finalmente, utilizamos variables dicotómicas para controlar los posibles efectos sector y año sobre la probabilidad de que una empresa decida establecer una conexión política.



## **4. RESULTADOS**

### **4.1. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS**

La Tabla 1.1 muestra la evolución de las conexiones políticas en las sociedades cotizadas españolas para el período 2003-2012. Así, la tabla detalla el porcentaje de empresas con conexiones políticas, tanto si se consideran los ex políticos a nivel local, regional, nacional y europeo, como si se analizan sólo los políticos de alto nivel, es decir, aquellos que han ocupado cargos en el ámbito nacional o europeo. Los resultados muestran que cerca de la mitad de las sociedades cotizadas tienen al menos un consejero que ha ocupado un cargo político. Además, los políticos de alto nivel están presentes en el 46% de las empresas analizadas. Estos resultados no son consistentes con los obtenidos por Faccio (2006), pues la autora detecta que sólo el 1,5% de las empresas españolas están políticamente conectadas. Esta discrepancia puede deberse a los datos utilizados por Faccio que datan de 2001, año en el que el nivel de transparencia de las prácticas de gobierno de las sociedades cotizadas españolas era limitado. Además, Faccio analiza la composición del consejo de administración a través de la base de datos *Worldscope*, que sólo proporciona información sobre el Presidente, el Vicepresidente, el Consejero Delegado y el Secretario.

En cuanto a la tipología de los consejeros políticos, los resultados muestran que el 70% son consejeros independientes, el 20% representan a accionistas significativos y sólo el 10% tienen un papel ejecutivo en la empresa. Por otra parte, la Tabla 1.1 muestra que los consejeros políticos permanecen, en promedio, seis años en el consejo, observándose una tendencia creciente de esta variable. Así, la antigüedad promedio aumenta de 5,63 años en 2003 a 7,45 años en 2012. Estos resultados reflejan la estabilidad de los consejeros políticos en las empresas en las que han sido designados. Además, estos consejeros poseen, en promedio, el 0,2% de los derechos de voto, manteniéndose esta participación en la propiedad estable durante el período analizado.

**Tabla 1.1. Empresas políticamente conectadas en el mercado bursátil español**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Presencia de consejeros políticos (%)</b>										
Empresas políticamente conectadas <sup>1</sup>	51.19	50.57	55.43	54.00	55.36	53.57	54.63	57.69	56.44	52.53
Empresas políticamente conectadas (políticos de alto nivel) <sup>2</sup>	48.81	47.13	48.91	45.00	45.54	44.64	42.59	44.23	46.53	47.47
<b>Tipos de consejeros políticos (%)</b>										
Independientes	65	66.1	65.6	65.1	69.6	70.4	73.1	75	75.8	75.4
Dominicales	21.7	20.4	22.9	22.2	18.8	19.8	19.5	17.6	16.6	14.8
Ejecutivos	13.3	13.5	11.5	12.7	11.6	9.8	7.4	7.4	7.6	9.8
<b>Características de los consejeros políticos</b>										
Antigüedad de los consejeros políticos (años)	5.63	6.15	5.81	6.05	5.71	6.15	6.18	6.32	6.93	7.45
Propiedad de los consejeros políticos (%)	0.24	0.15	0.28	0.31	0.20	0.22	0.23	0.23	0.24	0.26
<b>Empresas políticamente conectadas e industrias reguladas (% de empresas)</b>										
Industrias reguladas <sup>a</sup>	62.50	60.00	61.54	58.06	62.16	62.16	62.86	64.71	63.64	54.84
Industrias no reguladas	46.67	46.77	53.03	52.17	52.00	49.33	50.68	54.29	52.94	51.47
<b>Empresas políticamente conectadas e industrias (% de empresas)</b>										
Petróleo y energía	87.5	75	87.5	100	72.7	72.7	90	100	100	100
Bienes de consumo	45	45	45	45	40.9	36.4	33.3	35	30.7	28.6
Servicios de consumo	62.5	62.5	62.5	55.6	63.6	63.6	63.6	63.6	63.6	45.4
Materiales Básicos, Industria y Construcción	48.3	48.3	51.7	53.3	54.8	51.6	53.1	60	62.1	62.1
Agencias Inmobiliarias	37.5	44.4	40	35.7	53.3	53.3	42.8	42.8	42.8	36.4
Transporte y telecomunicaciones	45.4	46.1	64.7	57.9	59.1	59.1	65	65	65	57.8
Número de empresas	84	87	92	100	112	112	108	104	101	99

1. Políticos a nivel europeo, nacional, regional o local.

2. Políticos a nivel europeo o nacional.

<sup>a</sup> Industrias reguladas: energía, agencias inmobiliarias, transporte y comunicaciones

En cuanto a la distribución de las empresas con conexiones políticas de acuerdo a su sector de actividad, los resultados muestran una mayor presencia de conexiones políticas en las empresas pertenecientes a sectores regulados. Sin embargo, podemos observar que las diferencias entre las empresas de sectores regulados y las compañías de sectores no regulados disminuyen. Así, mediante el análisis de la distribución sectorial de las empresas conectadas de acuerdo con la clasificación utilizada por la Bolsa de Madrid, observamos que el 100% de los consejos de administración de las empresas de la Industria del Petróleo y la Energía están conectados políticamente en los tres últimos años analizados, así como un relevante aumento de los consejos con conexiones políticas en las industrias de Materiales Básicos, Industria y Construcción. Por el contrario, los sectores de Agencias Inmobiliarias y de Bienes de Consumo son los que están menos conectados políticamente.

La Tabla 1.2 muestra los estadísticos descriptivos de las variables utilizadas en el estudio empírico. De este modo, con respecto a las variables de propiedad, los resultados reflejan que el accionista dominante posee una participación promedio del 32,08%. Por otra parte, el 48,43% de las sociedades cotizadas están controladas por una familia, mientras que el control de un banco está presente en el 12,09%. Estos porcentajes son consistentes con estudios previos enfocados en el contexto español (*e.g.*, Santana y Aguiar, 2006; Sacristán y Gómez, 2007; Bona *et al.*, 2011a; Ruiz y Santana, 2011). En promedio, las empresas familiares están bajo el control de una misma familia durante el 91% de los 10 años analizados (100% en términos de mediana) y el 96,3% de estas empresas designa a familiares como miembros del consejo de administración. Si bien, cuando el accionista controlador es un banco, éste mantiene el control durante el 67,6% de los años analizados (70,7% en términos de la mediana) y en el 90,32% de los casos, este accionista de control tiene representación en el consejo de administración. Además, en el 79,92% de las empresas, el control del propietario dominante se ejerce a través de una estructura piramidal. Estos resultados son consistentes con los obtenidos para el contexto español por Santana y Aguiar (2006), Sacristán y Gómez (2007), Bona *et al.* (2011a,

b) y Ruiz y Santana (2009, 2011). Finalmente, en cuanto a la presencia de conexiones políticas, dependiendo de la naturaleza del propietario dominante y el uso de estructuras piramidales, los resultados muestran que el 63,64% de las empresas controladas por un banco tiene al menos un consejero político. Este porcentaje se reduce al 51,39% en las empresas familiares, mientras que aproximadamente el 50% de las estructuras piramidales tiene al menos una conexión política en el consejo de administración.

**Tabla 1.2. Estadísticos Descriptivos**

<b>Panel A. Variables Continuas</b>					
	<b>Media</b>	<b>Mediana</b>	<b>D.S.</b>	<b>Min.</b>	<b>Max.</b>
<i>VOTO</i>	32.08	25.08	21.12	0.82	91.30
<i>Q.TOBIN</i>	1.51	1.18	1.19	0.66	7.43
<i>TAMAÑO</i>	13.89	13.66	1.87	10.42	18.35
<i>MTB</i>	3.24	1.74	13.75	0.91	24.03
<i>DEUDA</i>	0.63	0.63	0.25	0.15	0.92
<b>Panel B. Variables Dicotómicas (%)</b>					
<i>POLÍTICOS</i>	54.25				
<i>FAMILIA</i>	48.43				
<i>BANCO</i>	12.09				
<i>PIRÁMIDE</i>	79.92				
<i>POLÍTICOS_Familia<sup>a</sup></i>	51.39				
<i>POLÍTICOS_Banco<sup>a</sup></i>	63.64				
<i>POLÍTICOS_Pirámide<sup>a</sup></i>	52.63				
<i>PRESI_DUAL</i>	71.67				

*VOTO*, derechos de voto en manos del propietario dominante. *Q.TOBIN*, ratio del valor de mercado de la empresa y el valor en libros de sus activos. *TAMAÑO*, logaritmo del activo total. *MTB*, ratio entre el valor de mercado y el valor en libros del patrimonio neto. *DEUDA*, cociente entre la deuda total y el activo total. *POLÍTICOS*, variable dicotómica que toma el valor 1 si al menos uno de los miembros del consejo de administración ha desempeñado un cargo político a nivel europeo, nacional, regional o local, y 0 en caso contrario. *FAMILIA*, *BANCO* Y *PIRÁMIDE*, variables dicotómicas que toman el valor 1 si el propietario dominante es una familia, un banco, o ejerce el control sobre la firma a través de una pirámide, respectivamente; y 0 en caso contrario. *POLÍTICOS\_Familia*, *POLÍTICOS\_Banco* y *POLÍTICOS\_Pirámide*, variables dicotómicas que toman el valor 1 si al menos uno de los miembros del consejo de administración ha ocupado un cargo político a nivel europeo, nacional, regional o local y el propietario dominante es una familia, un banco o ejerce el control sobre la firma a través de una pirámide, respectivamente; y 0 en caso contrario. *PRESI\_DUAL*, variable dicotómica que toma el valor 1 si el presidente del consejo de administración tiene un papel ejecutivo y 0 en caso contrario.

<sup>a</sup> Políticos a nivel europeo, nacional, regional o local.

El análisis descriptivo que se muestra en la Tabla 1.3 recoge las correlaciones entre las variables y sugiere que la multicolinealidad no afecta a las estimaciones subsiguientes. Sin embargo, realizamos una prueba formal para asegurar que la multicolinealidad no es un problema. En concreto, se calcula el factor de inflación de varianza (VIF) para cada variable independiente incluida en el modelo estimado. Los resultados muestran que el valor más alto de VIF es de 4,75, siendo el promedio de 1,41 y 2,30 para el estudio de las variables *POLÍTICOS* y *Q.TOBIN*,

respectivamente. El valor más elevado de VIF está por debajo de 5, umbral que indica la existencia de multicolinealidad (Studenmund, 1997). Por consiguiente, concluimos que la multicolinealidad no es un problema en nuestra muestra.

**Tabla 1.3. Matriz de Correlaciones y ratios VIF**

	POLÍTICOS	POLÍTICOS _Familia	POLÍTICOS _Banco	POLÍTICOS _Pirámide	Q.TOBIN N	VOTO	FAMILIA	BANCO	PIRÁMIDE	TAMAÑO	MTB	DEUDA	VIF (POLÍTICOS)	VIF
POLÍTICOS														
POLÍTICOS_Familia	0.67***													3.62
POLÍTICOS_Banco	0.26***	-0.21***												4.75
POLÍTICOS_Pirámide	0.78***	0.74***	0.26***											2.03
Q.TOBIN	0.01	0.03	-0.02	0.01										4.60
VOTO	-0.03	0.21***	-0.08***	0.16***	0.06**								1.23	1.20
FAMILIA	-0.08***	0.50***	-0.42***	0.15***	-0.04	0.34***							2.31	
BANCO	0.06**	-0.27***	0.77***	0.09***	-0.04	-0.11***	-0.54***						1.74	
PIRÁMIDE	-0.06**	0.22***	0.05	0.42***	0.01	0.33***	0.43***	0.08***					1.62	
TAMAÑO	0.36***	0.17***	0.18***	0.36***	-0.14***	0.09***	-0.16***	0.15***	0.11***				1.20	1.32
MTB	0.01	-0.01	0.08***	0.02	0.21***	0.02	-0.05*	0.05*	0.01	-0.02			1.01	1.02
DEUDA	0.06**	0.07**	0.02	0.1***	0.09***	0.12***	0.05*	0.008	0.05*	0.23***	0.02		1.08	1.08
PRESI_DUAL	0.23***	0.09***	0.07**	0.14***	-0.10***	-0.08***	-0.08***	-0.04	-0.10***	0.18***	-0.07**	0.10***	1.07	1.10
													Media VIF	2.30

POLÍTICOS, variable dicotómica que toma el valor 1 si al menos uno de los miembros del consejo de administración ha desempeñado un cargo político a nivel europeo, nacional, regional o local, y 0 en caso contrario. POLÍTICOS\_Familia, POLÍTICOS\_Banco y POLÍTICOS\_Pirámide, son variables dicotómicas que toman el valor 1 si al menos uno de los miembros del consejo de administración ha ocupado un cargo político a nivel europeo, nacional, regional o local y el propietario dominante es una familia, un banco o ejerce el control sobre la firma a través de una pirámide, respectivamente; y 0 en caso contrario. Q.TOBIN, ratio del valor de mercado de la firma y el valor en libros de sus activos. VOTO, derechos de voto en manos del propietario dominante. FAMILIA, BANCO Y PIRÁMIDE, variables dicotómicas que toman el valor 1 si el propietario dominante es una familia, un banco, o ejerce el control sobre la firma a través de una pirámide, respectivamente; y 0 en caso contrario. TAMAÑO, logaritmo del activo total. MTB, ratio entre el valor de mercado y el valor en libros del patrimonio neto. DEUDA, cociente entre la deuda total y el activo total. PRESI\_DUAL, variable dicotómica que toma el valor 1 si el presidente del consejo de administración tiene un papel ejecutivo y 0 en caso contrario.\*\*\*, \*\*, \* Estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

## 4.2. ANÁLISIS MULTIVARIANTE

### 4.2.1. Consejeros políticos y propietarios dominantes

A fin de contrastar la *Hipótesis 1*, hemos realizado dos especificaciones. En primer lugar, se ha estimado un modelo multivariante *Probit* de panel cuya variable dependiente es *POLÍTICOS*, definida como una variable dicotómica que toma el valor 1 cuando al menos uno de los consejeros de la empresa ha desempeñado un cargo político a nivel europeo, nacional, regional o local; de lo contrario, el valor es cero. De este modo, se estima un modelo de elección binaria cuya probabilidad debe estar entre 0 y 1. Así, la probabilidad de que una empresa designe un consejero político está determinada por la siguiente distribución:

$$\left[ \begin{array}{ll} POLÍTICOS_{it} = 1 & \Pr (POLÍTICOS_{it} = 1) = F(x'_{it} \alpha) \\ POLÍTICOS_{it} = 0 & \Pr (POLÍTICOS_{it} = 0) = 1 - F(x'_{it} \alpha) \\ POLÍTICOS_{it} = F(x'_{it} \alpha) + \varepsilon_{it} & \end{array} \right.$$

Donde  $(x'_{it} \alpha)$  es el vector de parámetros a estimar y  $\varepsilon_{it}$  es el término de error. Así, para contrastar la *Hipótesis 1* hemos realizado la especificación del vector de parámetros y del término de error del modelo inicial de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} POLÍTICOS_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 VOTO_{it} + \beta_2 TAMAÑO_{it} + \beta_3 MTB_{it} + \beta_4 DEUDA_{it} + \\ & + \beta_5 PRESI\_DUAL_{it} + \delta_k + \vartheta_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (Ecuación 1)$$

De este modo, la variable  $\delta_k$  estima el efecto del sector y la variable  $\vartheta_t$  estima el efecto año, ambos a través de *dummies*. En segundo lugar, se especifica un modelo multivariante *Probit* con variables instrumentales para resolver los posibles problemas de endogeneidad. En este sentido, la concentración de los derechos de

voto puede influir en la presencia de políticos en el consejo, pero también es posible que la presencia de políticos facilite una mayor concentración de poder en las manos del propietario dominante. En este modelo se considera la propiedad como una variable endógena, estimándose mediante la utilización de un conjunto de variables instrumentales  $z_{it}$  no correlacionadas con el término de error<sup>2</sup>.

La Tabla 1.4 muestra los resultados de la estimación de los modelos *Probit* de panel y la consideración de la endogeneidad de las variables mediante la estimación de modelos *Probit* con variables instrumentales. En este sentido, las pruebas de exogeneidad muestran como más adecuada la estimación realizada mediante un modelo *Probit* con variables instrumentales, con la excepción del análisis de estructuras piramidales (modelos 4 y 8). De este modo, en consonancia con la *Hipótesis 1*, los resultados sugieren que los derechos de voto y la naturaleza familiar del propietario dominante tienen una influencia negativa y significativa en la probabilidad de que el consejo cuente con al menos un consejero político. Además, los coeficientes estimados en el modelo 6 indican que el nivel de derechos de voto de la familia dominante no afecta a la probabilidad de establecer conexiones políticas en el consejo de administración. Es decir, el impacto negativo del control familiar sobre la probabilidad de establecer lazos políticos a través de la presencia de consejeros políticos es independiente de los derechos de voto en manos de la familia dominante<sup>3</sup>. Por otra parte, las estimaciones indican que la naturaleza bancaria de los propietarios dominantes y el uso de estructuras piramidales no afecta significativamente a la probabilidad de contar con un consejo políticamente conectado.

---

<sup>2</sup>. En este caso, usamos la inclusión de la compañía en el IBEX-35 y el Euribor a 12 meses como variables instrumentales, siendo ambas variables medidas al final de cada uno de los años analizados.

<sup>3</sup>. Esto es consecuencia de que, aunque los coeficientes son estadísticamente significativos, el valor de los mismos implica que el efecto de los derechos de voto en manos de la familia dominante es cero. Por lo que la influencia del control familiar en la probabilidad de que el consejo de administración esté políticamente conectado debería ser (si  $FAMILIA = 1$ ):  $-0.054 \times VOTO - 1.142 \times 1 + 0.054 \times VOTO \times 1 = -1.142 + (-0.054 + 0.054) \times VOTO = 1.142$



**Tabla 1.4. Consejeros Políticos y propietario dominante**

	Signo estimado	Modelo Probit Multivariante de Panel				Modelo Probit con Variables Instrumentales			
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
VOTO	-	-0.174** (-2.00)	-0.048** (-2.20)	-0.018** (-2.03)	-0.010* (-1.71)	-0.024** (-2.43)	-0.054** (-2.53)	-0.026** (-2.41)	-0.023 (-0.27)
FAMILIA	-		0.323 (0.58)			-1.142** (-2.53)			
VOTO X FAMILIA	-		0.033 (1.48)			0.054** (2.50)			
BANCO	-			-0.600 (-0.68)			-0.563 (-1.27)		
VOTO X BANCO	-			-0.014 (-0.43)			0.016 (1.14)		
PIRÁMIDE	-				0.343 (0.57)				0.020 (0.1)
VOTO X PIRÁMIDE	-				-0.007 (-0.27)				-0.021 (-0.25)
TAMAÑO	+	0.821*** (4.59)	1.408*** (5.28)	0.8445*** (4.51)	1.311*** (5.18)	0.226*** (6.62)	0.244*** (7.4)	0.226*** (6.31)	0.243*** (7.43)
MTB	+	0.0002 (0.04)	0.060 (0.48)	0.001 (0.24)	0.076 (0.64)	0.004 (1.05)	0.004 (1.24)	0.004 (1.13)	0.004 (1.01)
DEUDA	+	0.966** (2.41)	-0.103 (-0.09)	0.991** (2.47)	0.168 (0.14)	0.020 (0.10)	0.238 (1.34)	0.007 (0.4)	0.226 (1.05)
PRESI_DUAL	+	1.639*** (4.64)	1.855*** (4.52)	1.594*** (4.33)	1.772*** (4.54)	0.361** (2.48)	0.295* (1.77)	0.326** (2.02)	0.525*** (4.77)
Efecto sector		Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Efecto año		Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Constante		-12.623*** (-5.34)	-19.687*** (-5.98)	-12.991*** (-5.35)	-18.498*** (-5.72)	-2.695*** (-4.23)	-2.305*** (-3.01)	-2.607*** (-3.68)	-3.647** (-2.29)

Continuación en la siguiente página



Así, los resultados indican que el nivel de derechos de voto del propietario dominante y las características cualitativas vinculadas al control familiar influyen en la composición del consejo y, en particular, en la presencia de consejeros políticos. Por tanto, nuestros resultados son consistentes con los estudios previos que muestran que los propietarios dominantes tienen un papel activo en el diseño del sistema de gobierno y, en particular, en la composición del consejo de administración (*e.g.*, Durnev y Kim, 2005; Yeh y Woidtke, 2005; Kim *et al.*, 2007; Dahya *et al.*, 2008).

En cuanto a las variables de control, los resultados también son los esperados en lo que se refiere al tamaño de la empresa y al papel dual del presidente del consejo como consejero y ejecutivo, ambas variables influyen positiva y significativamente en la probabilidad de que existan conexiones políticas en el consejo. Sin embargo, los resultados no muestran un efecto estadísticamente significativo de la deuda o de las oportunidades de inversión en la propensión a contar con un consejo de administración políticamente conectado.

#### **4.2.2. Consejeros políticos y valor de la empresa**

La contrastación de la hipótesis relacionada con el efecto de las conexiones políticas en el valor de la empresa se ha realizado mediante la estimación de regresiones utilizando el Método Generalizado de Momentos (GMM) desarrollado por Arellano y Bond (1991), incorporando las correcciones propuestas por Arellano y Bover (1995) y Blundell y Bond (1998). Concretamente, se ha utilizado la estimación del GMM en niveles y en dos etapas. La estimación en dos etapas permite estimar regresiones con errores robustos a la heterocedasticidad y la estimación en niveles, introducida por Arellano y Bover (1995) y Blundell y Bond (1998), mejora el estimador original mediante la combinación de un conjunto de ecuaciones en primeras diferencias con niveles retardados de las variables como instrumentos adicionales. Consecuentemente, la metodología permite abordar el problema de heterogeneidad y el problema de endogeneidad. El primero, es

superado modelizándolo con un efecto individual que es eliminado realizando las primeras diferencias de las variables. El segundo, es superado mediante la utilización como instrumentos de las variables independientes los retardos de las mismas. La consistencia de las estimaciones proporcionadas por el GMM, por tanto, depende de la ausencia de correlación serial de segundo orden en los residuos de las primeras diferencias y de la validez de los instrumentos. Para comprobar posibles errores en la especificación del modelo, utilizamos el estadístico de Hansen a fin de determinar la existencia de correlación entre los instrumentos y los residuos. A continuación, examinamos el estadístico  $m^2$  desarrollado por Arellano y Bond (1991) para probar la ausencia de correlación serial de segundo orden en los residuos de la primera diferencia. Por último, se realizan las tres pruebas de Wald, en concreto, una prueba de Wald para la significación conjunta de los coeficientes reportados ( $z_1$ ), una prueba de Wald para significación conjunta de las *dummies* correspondientes al sector ( $z_2$ ) y una prueba de Wald de significación conjunta de *dummies* correspondientes a los años ( $z_3$ ). Por tanto, la especificación del modelo inicial utilizado para probar la *Hipótesis 2* es la siguiente:

$$Q.TOBIN_{it} = \alpha_0 + \beta_1 POLÍTCOS_{it} + \beta_2 TAMAÑO_{it} + \beta_3 MTB_{it} + \beta_4 DEUDA_{it} + \beta_5 PRESI\_DUAL_{it} + \delta_k + \vartheta_t + \varepsilon_{it} \quad (\text{Ecuación 2})$$

Así, el modelo 9 (Tabla 1.5) muestra que la presencia de consejeros políticos tiene un efecto positivo y significativo en el valor de la empresa, siendo consistente con la *Hipótesis 2a*. Además, con la finalidad de ampliar el análisis del efecto de las conexiones políticas sobre el valor de la empresa, en los modelos 10, 11 y 12, se analiza el efecto de las conexiones políticas en el valor cuando el propietario dominante es una familia, un banco o ejerce su control a través de una estructura piramidal, respectivamente. De este modo, los resultados son consistentes con la *Hipótesis 2a* tanto en el caso de las empresas familiares, como en aquellas otras en las que el propietario dominante ejerce su control a través de una pirámide,

mientras que cuando el propietario dominante es un banco, la conexión política afecta negativamente al valor de la empresa, como predice la *Hipótesis 2b*.

Tabla 1.5. Conexiones Políticas y Valor de la Empresa

	Signo estimado	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
<i>POLÍTICOS</i>	+/-	0.177*** (7.64)	0.139*** (2.65)	0.185*** (5.43)	0.312*** (3.15)		
<i>FAMILIA</i>	+/-		0.155*** (3.89)				
<i>POLÍTICOS_Familia</i>	+/-		0.081* (1.75)				
<i>BANCO</i>	+/-			-0.121*** (-2.62)			
<i>POLÍTICOS_Banco</i>	+/-			-0.167*** (-3.56)			
<i>PIRÁMIDE</i>	+/-				0.046 (0.55)		
<i>POLÍTICOS_Pirámide</i>	+/-				0.268** (2.21)		
<i>POLÍTICOS_Antigüedad</i>	+/-					0.022*** (11.56)	
<i>POLÍTICOS_Antigüedad<sup>2</sup></i>	+/-					-0.001*** (-12.19)	
<i>POLÍTICOS_Propiedad</i>	+/-						-0.063*** (-9.23)
<i>POLÍTICOS_Propiedad<sup>2</sup></i>	+/-						0.005*** (10.22)
<i>TAMAÑO</i>	-	-0.047*** (-7.29)	-0.079*** (-5.78)	-0.022** (-2.19)	-0.222*** (-11.59)	-0.046*** (-6.88)	-0.028*** (-8.43)
<i>DEUDA</i>	+	0.323*** (6.67)	0.55*** (6.65)	0.137* (1.79)	0.260*** (11.41)	0.176** (2.21)	0.158*** (3.78)
<i>MTB</i>	+	0.009*** (16.08)	0.001*** (8.31)	0.001*** (9.69)	0.019*** (16.75)	0.009*** (8.41)	0.002** (2.57)
<i>PRESI_DUAL</i>	+/-	0.154*** (9.84)	0.049 (1.14)	0.115*** (6.05)	0.358*** (4.48)	0.0786*** (4.89)	0.171*** (14.38)
Efecto Sector		<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>
Efecto año		<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>
Constante		0.916*** (7.94)	1.239*** (6.42)	1.50*** (7.92)	1.624*** (7.43)	1.204*** (10.32)	0.898*** (9.36)
Estadístico F		1712.65***	3156***	2766.36***	210.58***	802.11***	1050.4***
Test $m_2$		0.60	0.31	0.11	0.23	0.66	0.30
Test $z_1$		162.90***	189.17***	35.38***	169.78***	53.14***	104.58***
Test $z_2$		77.06***	154.95***	59.45***	25.84***	66.46***	44.41***
Test $z_3$		260.24***	168.15***	101.75***	45.02***	327.58***	154.01***
Hansen		101.01(103)	87.76(140)	96.71(178)	64.29(62)	89.62(125)	97.67(124)

*Q.TOBIN* (variable dependiente) ratio del valor de mercado de la firma y el valor en libros de sus activos. *POLÍTICOS*, variable dicotómica que toma el valor 1 si al menos uno de los miembros del consejo de administración ha desempeñado un cargo político a nivel europeo, nacional, regional o local, y 0 en caso contrario. *FAMILIA*, *BANCO* Y *PIRÁMIDE*, variables dicotómicas que toman el valor 1 si el propietario dominante es una familia, un banco, o ejerce el control sobre la firma a través de una pirámide, respectivamente; y 0 en caso contrario. *POLÍTICOS\_Familia*, *POLÍTICOS\_Banco* y *POLÍTICOS\_Pirámide*, son variables dicotómicas que toman el valor 1 si al menos uno de los miembros del consejo de administración ha ocupado un cargo político a nivel europeo, nacional, regional o local y el propietario dominante es una familia, un banco o ejerce el control sobre la firma a través de una pirámide, respectivamente; y 0 en caso contrario. *POLÍTICOS\_Antigüedad*, antigüedad media de los consejeros políticos como miembros del consejo de administración. *POLÍTICOS\_Propiedad*, porcentaje de votos en manos de los consejeros políticos. *VOTO*, derechos de voto en manos del propietario dominante. *TAMAÑO*, logaritmo del activo total. *DEUDA*, cociente entre la deuda total y el activo total. *MTB*, ratio entre el valor de mercado y el valor en libros del patrimonio neto. *PRESI\_DUAL*, variable dicotómica que toma el valor 1 si el presidente del consejo de administración tiene un papel ejecutivo y 0 en caso contrario. \*\*\*, \*\*, \* Estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente. El test de Hansen determina si los instrumentos están correlacionados con los residuos, bajo la Hipótesis nula de que los instrumentos no están correlacionados con los residuos. Test  $m^2$ , determina si existe correlación serial de segundo orden en los residuos de las primeras diferencias.  $z_1$ , test de Wald para la significación conjunta de los coeficientes reportados.  $z_2$ , test de Wald para la significación conjunta de las *dummies* correspondientes al sector.  $z_3$ , test de Wald para la significación conjunta de las variables *dummies* correspondientes a los años. Entre paréntesis, el estadístico t basado en errores estándares robustos

En esta línea, se estima el efecto de la antigüedad de los consejeros políticos en el valor de la empresa. Los resultados muestran una relación no lineal (+/-) entre el tiempo que permanecen en el consejo y valor de la empresa (modelo 13). Finalmente, se complementa el análisis con el modelo 14, que estima el efecto de la propiedad en manos de los consejeros políticos en el valor de la firma, mostrando los resultados una relación no lineal (-/+ ) entre ambas variables.

En cuanto a las variables de control, los resultados indican que el tamaño de la empresa tiene un impacto negativo en el valor, siendo coherente con los mayores problemas de agencia asociados a las empresas de mayor tamaño. Sin embargo, el nivel de deuda, las oportunidades de inversión y el doble papel del presidente como consejero y ejecutivo afectan positivamente al valor de la empresa.

#### **4.3. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD**

Para determinar la robustez de nuestros resultados, analizamos en primer lugar la probabilidad de que el consejo de administración esté políticamente conectado en función de la presencia de políticos de alto nivel. Así, se define la variable *POLÍTICOS\_ALTO* como una variable dicotómica que toma el valor de 1 cuando al menos un consejero ha ocupado un cargo político a nivel europeo o nacional, y cero en caso contrario. Los resultados mostrados en la Tabla 1.6 son consistentes con los obtenidos al realizar el análisis con la totalidad de los políticos.

**Tabla 1.6. Conexiones políticas y propietario dominante. (Análisis de Sensibilidad)**

	Modelo Probit Multivariante de Panel						Modelo Probit con variables instrumentales					
	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)				
VOTO	-0.018** (-2.23)	-0.049*** (-2.60)	-0.017** (-1.97)	-0.021* (-1.76)	-0.024*** (-2.68)	-0.056*** (-2.85)	-0.027*** (-2.68)	-0.081 (-0.78)				
FAMILIA		-0.076 (-0.15)				-1.305*** (-3.22)						
VOTO X FAMILIA		0.034* (1.72)				0.056*** (2.82)						
BANCO			0.177 (0.21)				-0.405 (-0.92)					
VOTO X BANCO			-0.034 (-1.06)				0.017 (1.24)					
PIRÁMIDE				0.072 (0.14)								
VOTO X PIRÁMIDE				0.003 (0.13)								
TAMAÑO	0.825*** (4.87)	0.853*** (4.91)	0.828*** (4.80)	0.823*** (4.85)	0.225*** (6.54)	0.234*** (7.14)	0.218*** (6.12)	-1.66 (-0.95)				
MTB	-0.0008 (-0.19)	0.0001 (0.03)	0.00005 (0.01)	-0.0008 (-0.18)	0.004 (1.11)	0.005 (1.25)	0.004 (1.10)	0.081 (0.76)				
DEUDA	1.318** (2.51)	1.367*** (2.56)	1.344** (2.54)	1.330** (2.52)	0.187 (0.94)	0.451*** (2.65)	0.195 (0.99)	0.172 (0.35)				
PRESI_DUAL	0.707** (2.29)	0.649** (2.03)	0.621* (1.94)	0.716** (2.31)	0.294** (2.13)	0.211 (1.35)	0.269* (1.76)	0.225 (0.46)				
Efecto sector			Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí				
Efecto año			Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí				
Constante	-13.191*** (-5.69)	-13.567*** (-5.61)	-13.286*** (-5.68)	-13.246*** (-5.58)	-2.664*** (-4.17)	-2.202*** (-2.71)	-2.497*** (-3.56)	-0.602 (-0.12)				

Continuación en la siguiente página



Long pseudo-likelihood	-292.073	-287.722	-289.851	-292.014	494.39	420.13	492.26	405.19
Wald $\chi^2$	85.24***	85.54***	87.61***	85.49***	278.27***	289.64***	297.67***	395.86***
Test rho=0	540.82***	545.30***	543.11***	536.41***	4.10**	4.27**	4.06**	0.27
Test de Wald de exogeneidad								

*POLITICOS\_ALTO* (variable dependiente), variable dicotómica que toma el valor 1 si al menos uno de los miembros del consejo de administración ha ocupado un cargo político a nivel europeo o nacional en el pasado, y 0 en caso contrario. *VOTO*, derechos de voto en manos del propietario dominante. *FAMILIA*, *BANCO Y PIRÁMIDE*, variables dicotómicas que toman el valor 1 si el propietario dominante es una familia, un banco, o ejerce el control sobre la firma a través de una pirámide, respectivamente; y 0 en caso contrario. *TAMAÑO*, logaritmo del activo total. *DEUDA*, cociente entre la deuda total y el activo total. *MTB*, ratio entre el valor de mercado y el valor en libros del patrimonio neto. *PRES\_DUAL*, variable dicotómica que toma el valor 1 si el presidente del consejo de administración tiene un papel ejecutivo y 0 en caso contrario. \*\*\*, \*\*, \* Estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Por otra parte, en relación con el estudio del efecto de las conexiones políticas en el valor de la empresa, la Tabla 1.7 muestra la estimación resultante cuando el análisis se centra en los políticos de alto nivel (modelos 23, 24, 25 y 26) y el impacto de los consejeros políticos es analizado en términos de su clasificación como independiente, dominical o ejecutivo (modelos 27, 28 y 29). A excepción de la presencia de bancos como propietarios dominantes, en el resto de situaciones, los resultados muestran que las conexiones políticas tienen un efecto positivo y significativo sobre el valor de la empresa.

**Tabla 1.7. Conexiones Políticas y Valor de la Empresa (Análisis de Sensibilidad)**

	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	(28)	(29)
<i>POLITICOS_ALTO</i>	0.309*** (17.20)	0.178*** (3.75)	0.175*** (6.08)	0.272*** (3.91)			
<i>FAMILIA</i>		0.081** (2.14)					
<i>POLÍTICOS_ALTO_Familia</i>		0.103*** (2.86)					
<i>BANCO</i>			-0.215*** (-2.64)				
<i>POLITICOS_ALTO_Banco</i>			-0.284*** (-3.77)				
<i>PIRÁMIDE</i>				0.025 (0.28)			
<i>POLITICOS_ALTO_Pirámide</i>				0.450*** (5.14)			
<i>POLITICOS_Indp</i>					0.057*** (3.21)		
<i>POLITICOS_Dom</i>						0.200*** (4.42)	
<i>POLITICOS_Ejec</i>							0.233*** (3.06)
<i>TAMAÑO</i>	-0.062*** (-9.75)	-0.094*** (-6.00)	-0.075*** (-9.61)	-0.193*** (-10.04)	-0.027*** (-5.43)	-0.045*** (-8.23)	0.003 (0.20)
<i>DEUDA</i>	0.291*** (5.97)	0.634*** (8.74)	0.371*** (5.32)	0.172*** (11.95)	0.300*** (7.20)	0.179*** (3.63)	0.290*** (4.41)
<i>MTB</i>	0.007*** (13.47)	0.001*** (12.08)	0.003*** (11.29)	0.019*** (19.92)	0.007*** (13.64)	0.008*** (13.64)	0.010*** (3.35)
<i>PRESI_DUAL</i>	0.149*** (7.30)	0.003*** (0.1)	0.240*** (8.38)	0.351*** (5.33)	0.150*** (7.88)	0.218*** (12.58)	0.142*** (5.18)
Efecto Sector	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>
Efecto Año	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>
Constante	1.038*** (9.51)	1.504*** (6.56)	1.359*** (6.35)	1.184*** (5.85)	0.792*** (8.02)	1.072*** (9.26)	21.970*** (7.59)
Estadístico F	1013.70***	6931.56***	6835.39***	407.76***	3701.08***	2219.91***	338.82***
Test m <sub>2</sub>	0.67	0.57	0.11	0.02	0.62	0.46	3.87
Test z <sub>1</sub>	143.65***	186.62***	49.38***	222.66***	67.97***	152.21***	15.17***
Test z <sub>2</sub>	102.31***	57.42***	178.77***	18.1***	113.95***	40.26***	74.53***
Test z <sub>3</sub>	412.07***	291.84***	192.93***	43.98***	676.04***	286.35***	153.15***
Hansen	96.90(103)	96.53(153)	94.02(119)	60.58(64)	100.93(103)	91.14(98)	67.82(71)

*Q.TOBIN* (variable dependiente) ratio del valor de mercado de la firma y el valor en libros de sus activos. *POLÍTICOS*, variable dicotómica que toma el valor 1 si al menos uno de los miembros del consejo de administración ha desempeñado un cargo político a nivel europeo, nacional, regional o local, y 0 en caso contrario. *POLÍTICOS\_ALTO*, variable dicotómica que toma el valor 1 si al menos uno de los miembros del consejo de administración ha ocupado un cargo político a nivel europeo o nacional en el pasado, y 0 en caso contrario. *FAMILIA*, *BANCO* Y *PIRÁMIDE*, variables dicotómicas que toman el valor 1 si el propietario dominante es una familia, un banco, o ejerce el control sobre la firma a través de una pirámide, respectivamente; y 0 en caso contrario. *POLITICOS\_ALTO\_Familia*, *POLITICOS\_ALTO\_Banco* and *POLITICO\_ALTO\_Pirámide*, variables dicotómicas que toman el valor 1 si al menos uno de los miembros del consejo de administración ha ocupado un cargo político a nivel europeo o nacional en el pasado y el propietario dominante es una familia, un banco o una pirámide, respectivamente; y 0 en caso contrario. *TAMAÑO*, logaritmo natural del activo total. *DEUDA*, cociente entre la deuda total y el activo total. *MTB*, ratio entre el valor de mercado y el valor en libros del patrimonio neto *PRESI\_DUAL*, variable dicotómica que toma el valor 1 si el presidente del consejo de administración tiene un papel ejecutivo y 0 en caso contrario. \*\*\*, \*\*, \* Estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente. El test de Hansen determina si los instrumentos están correlacionados con los residuos, bajo la Hipótesis nula de que los instrumentos no están correlacionados con los residuos. Test m<sup>2</sup>, determina si existe correlación serial de segundo orden en los residuos de las primeas diferencias. z<sub>1</sub>, test de Wald para la significación conjunta de los coeficientes reportados. z<sub>2</sub>, test de Wald para la significación conjunta de las *dummies* correspondientes al sector. z<sub>3</sub>, test de Wald para la significación conjunta de las variables *dummies* correspondientes a los años. Entre paréntesis, el estadístico t basado en errores estándares robustos

## **5. CONCLUSIONES**

En este capítulo se ha analizado la relación entre el control de los propietarios dominantes y la presencia en el consejo de administración de consejeros políticamente conectados, así como el impacto de dicha presencia en el valor de la empresa, en una muestra de empresas no financieras cotizadas españolas durante el período de 2003-2012. Los resultados muestran que aproximadamente la mitad de las sociedades cotizadas establecen conexiones políticas mediante su consejo de administración. Además, los resultados muestran que la mayoría de los consejeros políticos son independientes, tienen una antigüedad media en el consejo de seis años y una participación de aproximadamente el 0,2% en los derechos de voto de la empresa. Estos resultados sitúan a España en una situación intermedia entre las empresas estadounidenses y las asiáticas. Los estudios de Agrawal y Knoeber (2001) y Goldman *et al.* (2009) muestran que el 30% de las empresas estadounidenses tienen consejos con conexiones políticas y, por su parte, Qian *et al.* (2011) y Firth *et al.* (2012) muestran que en China y Shanghái, respectivamente, el porcentaje de empresas políticamente conectadas es de un 80%.

Además, los resultados señalan que los derechos de voto y la naturaleza familiar del propietario dominante tiene un impacto negativo en la probabilidad de contar con un político en el consejo. Por tanto, los resultados obtenidos ponen de manifiesto que las conexiones políticas pueden determinar la estructura de gobierno corporativo y, en particular, la composición del consejo de administración. En este sentido, los resultados están en línea con los obtenidos por Durnev y Kim (2005), Yeh y Woidtke (2005), Kim *et al.* (2007) y Dahya *et al.* (2008) y muestran la importancia del poder del propietario dominante en la determinación de la composición del consejo. Nuestro estudio sugiere que la estabilidad en la concentración de la propiedad y el control facilita el establecimiento de relaciones entre propietarios dominantes y miembros de la élite política mediante canales privados (Chen *et al.*, 2011) y, en consecuencia, podría reducir la necesidad de un consejero con un papel político, pues esta función puede ser asumida por el propietario dominante.

Adicionalmente, las evidencias obtenidas muestran que el efecto negativo del control familiar en la probabilidad de tener un consejo de administración políticamente conectado es independiente de los derechos de voto de la familia dominante. Este resultado puede reflejar la importancia de las características cualitativas relacionadas con el control familiar. Por tanto, el compromiso a largo plazo, la estabilidad en el control o la importancia de la reputación de la familia (Anderson y Reeb, 2003a) parecen tener una mayor influencia en la composición del consejo que la concentración de propiedad en manos de la familia dominante. Así, en línea con los argumentos de Morck (2009), los resultados parecen indicar que el control familiar, independientemente de la participación en la propiedad, confiere el *status* social y la influencia política necesaria para obtener rentas políticas sin establecer conexiones políticas explícitas en el consejo, evitando así un mayor escrutinio (*e.g.*, Riahi-Belkaoui, 2004; Chaney *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012).

En cuanto al impacto de las conexiones políticas en el valor de la empresa, los resultados obtenidos muestran que la presencia de consejeros políticos tiene un efecto positivo en valor de la empresa, con independencia del nivel político del consejero y de la tipología (dominical, independiente o ejecutivo). Por otra parte, este efecto positivo se observa cuando se analiza la presencia de conexiones políticas en empresas controladas por familias y cuando el control es ejercido a través de una estructura piramidal. En este sentido, el impacto positivo de las conexiones políticas en el valor de la empresa puede reflejar que los consejeros políticos crean valor a través de su conocimiento e influencia en el desarrollo de leyes que pueden afectar al rendimiento de la empresa o mediante el logro de favores que beneficien a la compañía, ventajas que se extienden a través de la estructura piramidal (*e.g.*, Agrawal y Knoeber, 2001; Fisman, 2001; Faccio, 2006; Goldman *et al.*, 2009; Boubakri *et al.*, 2012; Duchin y Sosyura, 2012). Además, el impacto positivo de las conexiones políticas en el valor de la empresa puede estar asociada con el hecho de que tales conexiones aumentan el escrutinio social y mediático y la preocupación por la reputación de propietarios dominantes y consejeros políticos (*e.g.*, Agrawal y Knoeber, 2001; Stafsudd, 2009). Sin embargo,

los resultados indican que la presencia de consejeros políticos en empresas controladas por bancos tiene un efecto negativo en el valor de la empresa. Este resultado puede reflejar una tendencia a comportamientos no maximizadores de valor cuando la empresa incorpora conjuntamente las ventajas de las conexiones políticas con una mayor facilidad en el acceso a la financiación bancaria y, por tanto, se reduce la disciplina del mercado de capitales (Qian *et al.*, 2011).

Nuestro estudio revela una relación en forma de U invertida (+/-) entre la antigüedad en el consejo del político y el valor de la empresa. Es decir, la relación valor-antigüedad en la firma muestra una tendencia creciente hasta un punto concreto, a partir del cual la relación se vuelve negativa. Este resultado puede reflejar que las ventajas vinculadas al papel de los consejeros políticos que impactan positivamente en el valor de la empresa se deterioran con el tiempo, posiblemente como resultado de la pérdida de poder o influencia del consejero en el ámbito político. En este sentido, la estimación obtenida indica que la relación positiva se mantiene hasta una antigüedad de 11 años. Teniendo en cuenta la antigüedad media del consejero político de nuestra muestra (seis años), podemos concluir que la mayoría de las sociedades cotizadas españolas están en el tramo positivo de la relación valor-antigüedad en la empresa. Por otra parte, los resultados muestran un efecto no lineal en forma de U (-/+) de la propiedad en manos de consejeros políticos en el valor de la firma. Este resultado indica que el efecto de la propiedad en manos de los consejeros políticos es negativo hasta cierto punto, a partir del cual la relación se torna positiva. Este resultado puede revelar las expectativas del mercado cuando un político asume unos bajos costes derivados de las actividades de expropiación, siendo éste más propenso a realizar prácticas de expropiación hasta que su participación en la propiedad alcanza un cierto umbral, punto en el que el mercado espera que los consejeros políticos tengan mayores incentivos para la adopción de un comportamiento orientado a la maximización de valor. Así, los resultados obtenidos muestran una relación negativa hasta que la participación en la propiedad alcanza el 6,3% y, a partir de dicho valor, la relación comienza a ser positiva. La participación media en la propiedad para este tipo de miembros del

consejo es de 0,2%, por lo que podemos concluir que la mayoría de las sociedades cotizadas españolas están situadas en el tramo decreciente de la relación entre los derechos de voto de los consejeros políticos y el valor de la empresa.

Nuestra investigación proporciona evidencias de utilidad para los reguladores y los agentes económicos sobre la necesidad de una mayor transparencia en la relación entre las oligarquías empresariales y las élites políticas. En un contexto en el que el principal papel del consejo de administración debería ser la protección de los intereses de los accionistas minoritarios, los resultados obtenidos en este estudio apuntan a la necesidad de una mayor transparencia sobre la función y el perfil profesional de todos los consejeros, más allá de su papel de consejeros ejecutivos, dominicales o independientes.

Este estudio está sujeto a ciertas limitaciones, principalmente relacionadas con la dificultad de identificación y medición de la conectividad política. Esto es, únicamente nos hemos centrado en una medida y en un tipo de conexión política, pero pueden existir otros nexos entre las élites políticas y empresariales que no han sido capturados en el presente estudio; por ejemplo, los derivados de vínculos familiares o corporativos. Finalmente, este capítulo abre nuevas oportunidades para futuras investigaciones en el análisis de la relación entre conexiones políticas y comportamiento empresarial. Así, los resultados indican la necesidad de estudiar en mayor profundidad la relación entre conexiones políticas y control familiar, o la incidencia de los lazos políticos en las decisiones empresariales.

---

## CAPÍTULO II

# EMPRESAS POLÍTICAMENTE CONECTADAS Y DEUDA

---



## **1. INTRODUCCIÓN**

La crisis financiera e institucional que afecta a Europa Continental desde mediados de 2007 ha dado lugar a un incremento del interés por el estudio de las relaciones entre políticos y empresarios, así como por su efecto en la determinación de la estructura de capital de las empresas. Sin embargo, la evidencia empírica sobre la influencia de las conexiones políticas en el nivel de endeudamiento es limitado. Así, la literatura previa ha adoptado una perspectiva internacional (Faccio, 2010) o se ha centrado en entornos institucionales que difieren significativamente de Europa Continental como Pakistán, Malasia o China (*e.g.*, Johnson y Mitton, 2003; Khwaja y Mian, 2005; Fraser *et al.*, 2006; Li *et al.*, 2008; Qian *et al.*, 2011; Bliss y Gul, 2012).

En este sentido, el presente trabajo proporciona evidencias sobre la relación entre el endeudamiento y las conexiones políticas establecidas en el consejo de administración en un país de Europa Continental, en concreto, España. En particular, nos centramos en el estudio del efecto de las conexiones políticas en el

nivel de deuda, condicionado por la naturaleza del propietario dominante a partir de una muestra de empresas no financieras cotizadas en el mercado español durante el período 2003-2012. De acuerdo con investigaciones previas (*e.g.*, Faccio, 2006, 2010; Goldman *et al.*, 2009; Chaney *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012; Duchin y Sosyura, 2012; Bona *et al.*, 2014; Guerra *et al.*, 2014) se considera como empresa políticamente conectada, aquella en la que al menos uno de los miembros del consejo de administración ha desempeñado un cargo político a nivel europeo, nacional o local en el pasado.

El contexto español ofrece un escenario de interés para explorar la relación conexiones políticas-deuda por varias razones. En primer lugar, la ola de privatizaciones masivas que ha tenido lugar en España en las últimas décadas propició que muchas empresas designaran consejeros con conexiones políticas como miembros de su consejo de administración (*e.g.*, Bona *et al.*, 2014; Guerra *et al.*, 2014). Además, la estructura de propiedad de las empresas cotizadas españolas está caracterizada por la presencia generalizada de propietarios dominantes con los incentivos y la capacidad para controlar las acciones de los directivos (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Cuervo, 2002; Faccio y Lang, 2002; Santana y Aguiar, 2006; Ruiz y Santana, 2009, 2011; Bona *et al.*, 2011a, 2011b). Asimismo, España posee un sistema financiero orientado a la banca (*e.g.*, Cuervo, 1991; Steinherr y Huveneers, 1994; Ruiz y Santana, 2011) caracterizado por una fuerte intervención estatal en la economía, tanto a través de los bancos centrales como de la influencia política en las instituciones financieras. La estrecha relación entre el gobierno y el sector bancario en España puede favorecer que las empresas españolas políticamente conectadas disfruten de una mayor probabilidad de acceder a financiación mediante deuda en mejores condiciones (Boubakri *et al.*, 2012). Este beneficio potencial en la obtención de recursos puede ser particularmente importante en España, pues según el Informe de Competitividad Global 2013-2014 publicado por el Foro Económico Mundial, el acceso a la financiación es considerado como el factor más problemático para el desarrollo de la actividad empresarial en España,

que ocupa el puesto 138 en términos de facilidad de acceso a los préstamos entre los 148 países considerados.

Nuestros resultados muestran que las empresas con conexiones políticas tienen un mayor nivel de deuda, consistente con el argumento de que los vínculos políticos permiten a los propietarios dominantes obtener recursos financieros de bancos y otras instituciones financieras. Por otra parte, los resultados muestran que el efecto de las conexiones políticas en el endeudamiento está condicionado por la naturaleza del propietario dominante. Así, en las empresas controladas por familias, las conexiones políticas reducen la aversión al riesgo, incrementando el nivel de deuda. Sin embargo, en las empresas controladas por bancos, las conexiones políticas reducen la deuda, consistente con la idea de que las conexiones políticas implican para el banco controlador una vía de obtención de fondos menos costosa para evitar la dilución de su control dominante.

El presente estudio contribuye a la literatura sobre el efecto de las conexiones políticas y el nivel de endeudamiento de tres formas. En primer lugar, se proporciona evidencia sobre el vínculo entre las conexiones políticas y el nivel de deuda en el contexto de Europa continental y, por consiguiente, de una manera que es difícil de captar en economías planificadas o en transición, como en Malasia o China, donde el gobierno posee importantes y estables participaciones en el capital de las empresas cotizadas, utilizadas por los políticos para promover sus carreras políticas, y los medios de comunicación se caracterizan por un elevado nivel de opacidad y control por parte del Estado. Además, se aportan evidencias sobre el efecto de las conexiones políticas en el nivel de deuda de una forma difícil de analizar en un contexto como el de Estados Unidos o Reino Unido, en el cual la presencia de propietarios dominantes no es relevante. En segundo lugar, se proporciona evidencia sobre la incidencia de las conexiones políticas en el nivel de endeudamiento en función de la naturaleza del propietario dominante; una cuestión que, hasta donde alcanza nuestro conocimiento, no ha sido abordada en estudios precedentes. En este sentido, nuestro trabajo proporciona conocimiento sobre cómo la naturaleza del propietario dominante afecta a la incidencia de las

conexiones políticas en la utilización de deuda. En tercer lugar, la investigación previa en este área generalmente ha adoptado una perspectiva internacional, dificultando la interpretación de los resultados, que pueden verse afectados por las diferencias en el entorno legal, judicial y cultural (*e.g.*, Miller, 2004; Gul, 2006; King y Santor, 2008). En este sentido, el presente estudio analiza un amplio período de tiempo y se centra en un único país europeo, permitiendo una interpretación más clara de los resultados.

El resto del capítulo está organizado de la siguiente forma. La Sección 2 ilustra el marco teórico del estudio. La sección 3 describe los datos y la metodología. La Sección 4 presenta los resultados empíricos del estudio y, finalmente, la Sección 5, recoge las principales conclusiones.

## **2. ARGUMENTOS TEÓRICOS**

### **2.1. CONEXIONES POLÍTICAS, PROPIETARIOS DOMINANTES Y DEUDA**

Como ocurre en la mayoría de los países de Europa Continental, las empresas españolas operan en un contexto donde el sistema legal proporciona una débil protección de los derechos de los inversores externos (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1998; La Porta *et al.*, 2000; Djankov *et al.*, 2008), el nivel de corrupción es elevado (Transparencia Internacional, 2013) y las estructuras de propiedad se caracterizan por una elevada concentración del capital en manos de familias y bancos, accionistas de referencia que participan activamente en la gestión de la empresa (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Cuervo, 2002; Faccio y Lang, 2002; Santana y Aguiar, 2006; Ruiz y Santana, 2011; Bona *et al.*, 2011a, 2011b; Pindado *et al.*, 2012), mientras que los mercados de capitales son relativamente ilíquidos y tienen una capacidad de control limitada. Consecuentemente, en Europa Continental, el tradicional conflicto de agencia entre directivos y accionistas (*e.g.*, Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983) se traslada a un conflicto entre propietarios dominantes y accionistas minoritarios (*e.g.*, La Porta *et al.*, 2000;

Burkart *et al.*, 2003; Villalonga y Amit, 2006). Asimismo, en este entorno, el consejo de administración está generalmente controlado por consejeros ejecutivos o dominicales (*e.g.*, Cuervo, 2002; Yeh y Woidtke, 2005; Durnev y Kim, 2005; Kim *et al.*, 2007; Dahya *et al.*, 2008; Li *et al.*, 2008),

Así, del mismo modo que la estructura de propiedad de la empresa determina el conflicto de agencia relevante, también afecta a la determinación de la estructura de capital de la misma. De esta forma, cuando un propietario posee el control efectivo de una firma, también controla las decisiones relativas a la política de financiación de la empresa (*e.g.*, Du y Dai, 2005; King y Santor, 2008). En este sentido, en Europa Continental los propietarios dominantes tienen una gran influencia en la determinación de las políticas empresariales y, en consecuencia, la estructura de capital podría verse afectada por sus preferencias.

Por otra parte, los procesos de privatización acaecidos en España en las últimas décadas propiciaron que muchas empresas designaran a consejeros con conexiones políticas como miembros de su consejo de administración. Como resultado, las conexiones políticas son comunes en España. En este sentido, en torno a la mitad de las sociedades cotizadas españolas cuentan con al menos un consejero que ha ocupado un cargo político previamente (*e.g.*, Bona *et al.*, 2014; Guerra *et al.*, 2014). Además, España tiene un sistema financiero orientado a la banca (*e.g.*, Cuervo, 1991; Steinherr y Huveneers, 1994; Ruiz y Santana, 2011) caracterizado por una fuerte intervención estatal en la economía, tanto a través de los bancos centrales como mediante la influencia política en las instituciones financieras. La estrecha relación entre el gobierno español y el sector bancario hace que las empresas españolas con conexiones políticas tengan más probabilidades de acceder a la deuda en mejores condiciones (Boubakri *et al.*, 2012). Este beneficio potencial en el acceso a los recursos financieros puede ser particularmente importante en España pues, según el Informe de Competitividad Global 2013-2014 publicado por el Foro Económico Mundial, el acceso a la financiación es considerado como el factor más problemático en el desarrollo de la actividad empresarial en

España, país que ocupa el puesto 138 en términos de facilidad de acceso al préstamo, respecto a un total de 148 países considerados.

De este modo, las conexiones políticas podrían facilitar el acceso al crédito porque reducen la posibilidad de quiebra (*e.g.*, Johnson y Mitton, 2003; Bai *et al.*, 2005; Khwaja y Mia, 2005; Fraser *et al.*, 2006; Li *et al.*, 2008; Faccio, 2010; Qian *et al.*, 2011; Bliss y Gul, 2012). Así, la disposición de los bancos para apoyar y, si es necesario, rescatar a las empresas políticamente conectadas es un importante beneficio potencial de los vínculos políticos. Sin embargo, la literatura previa se ha centrado principalmente en países como Malasia, China o Pakistán, en los cuales la intervención del gobierno en la actividad económica es frecuente e importante y la garantía implícita de apoyo financiero directo a través de adquisiciones de propiedad, reduce el riesgo de quiebra de la empresa. No obstante, en el entorno español, como ocurre en la mayor parte de los países de Europa Continental, la participación del Estado en la propiedad de la empresa cotizada es prácticamente inexistente (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Faccio y Lang, 2002). En este contexto, las empresas con conexiones políticas pueden disfrutar de un trato preferencial por parte del gobierno a través de menores tasas impositivas, preferencia en la adjudicación de contratos y menor supervisión normativa o mayor control sobre sus competidores. En este sentido, los estudios precedentes han evidenciado que las empresas políticamente conectadas reciben un trato favorable en la asignación de fondos del gobierno (*e.g.*, Chen *et al.*, 2011; Duchin y Sosyura, 2012). Así, mediante la asignación de los recursos económicos a su discreción, los gobiernos pueden conceder un trato preferencial a las empresas. Estas ventajas contribuyen a reducir el riesgo de quiebra y, consecuentemente, aumentan la probabilidad de que una empresa políticamente conectada recurra a la deuda para financiarse. De acuerdo con este argumento, las empresas con conexiones políticas serán más propensas a financiarse mediante deuda.

Los argumentos anteriores sugieren una relación positiva entre las conexiones políticas y el endeudamiento (*e.g.*, Johnson y Mitton, 2003; Khwaja y Mia, 2005; Fraser *et al.*, 2006; Li *et al.*, 2008; Qian *et al.*, 2011; Bliss y Gul, 2012). No obstante,

aunque Du y Dai (2005) muestran que el propietario dominante es más propenso a utilizar deuda en lugar de capital para financiar nuevas oportunidades de crecimiento a fin de evitar la dilución de su control efectivo, el uso del endeudamiento como alternativa para evitar la dilución del control estará determinado por los beneficios y los costes derivados de la emisión de deuda para el propietario dominante. Así, la deuda conlleva la obligación de pagar flujos de caja en el futuro, reduciendo los costes de agencia derivados del *free cash flow*, al disminuir los flujos de efectivo a disposición de los *insiders* para gastos discrecionales (Jensen, 1986). Además, estudios previos han evidenciado que el empleo de deuda puede incrementar la supervisión del acreedor de los fondos sobre la actuación de los agentes internos (*e.g.*, Jensen, 1986; Faccio *et al.*, 2007; Schmid, 2013). En este contexto, las conexiones políticas pueden proporcionar disponibilidad de recursos alternativos a la deuda capaces de satisfacer las necesidades de recursos financieros. Consecuentemente, las empresas con conexiones políticas en Europa Continental serían menos proclives a emplear deuda para financiarse, a fin de evitar la dilución del control del propietario dominante, debido a que los vínculos políticos le proporcionan mecanismos alternativos menos costosos para evitar el denominado "efecto de dilución". De este modo, si bien los argumentos anteriores convergen en señalar que el control de los propietarios dominantes resulta determinante en el diseño de la estructura de capital (Schmid, 2013), la cuestión de cómo dichos propietarios influyen en la decisión de la estructura de capital no está clara, especialmente en una economía con un sistema financiero orientado a la banca (Ampenberger *et al.*, 2013). De esta forma, la dirección de la relación entre la presencia de conexiones políticas y el nivel de deuda es una cuestión empírica. Así, formulamos nuestra primera hipótesis:

*Hipótesis 1. Las conexiones políticas afectan al nivel de deuda de la empresa.*

*Hipótesis 1a. Las conexiones políticas afectan positivamente al nivel de deuda de la empresa.*

*Hipótesis 1b. Las conexiones políticas afectan negativamente al nivel de deuda de la empresa.*

## **2.2. CONEXIONES POLÍTICAS, NATURALEZA DE LOS PROPIETARIOS DOMINANTES Y DEUDA**

La literatura previa sugiere la conveniencia de distinguir entre los diferentes tipos de propietarios dominantes en el estudio de la estructura de capital (*e.g.*, Anderson y Reeb, 2003b; Du y Dai, 2005; González y González, 2008; King y Santor, 2008; Margaritis y Psillaki, 2010; Schmid, 2013). La razón de esta distinción viene determinada porque los diferentes tipos de propietarios persiguen distintos objetivos estratégicos y pueden tener diferente capacidad e incentivos en relación con la estructura de capital. En Europa Continental las estructuras se encuentran altamente concentradas y el capital se encuentra fundamentalmente en manos de familias y bancos (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Faccio y Lang, 2002). Así, en lo que se refiere a las familias como propietarios dominantes, dos motivaciones principales pueden incidir en las decisiones relativas a la estructura de capital: la excesiva aversión al riesgo y la importancia de preservar su control sobre la firma (Schmid, 2013). En este sentido, las familias suelen ser grandes inversores escasamente diversificados (Anderson y Reeb, 2003a) y, por tanto, su aversión al riesgo puede ser un factor relevante en el diseño de la estructura de capital. Efectivamente, las empresas familiares se enfrentan a un elevado riesgo de exposición a un único activo, es decir, la empresa familiar. Además, existen razones no financieras por las cuales las familias desean minimizar el riesgo de sus empresas. Por ejemplo, la reputación social de la familia puede verse dañada si la empresa muestra dificultades financieras o se ve sometida a procesos de reestructuración. De este modo, las familias tienen incentivos para reducir el nivel de riesgo de la firma y, en



consecuencia, serán más propensas a reducir el nivel de deuda. En esta línea, Anderson y Reeb (2003b) consideran que los propietarios dominantes de naturaleza familiar pueden buscar formas de financiación que impliquen una escasa probabilidad de quiebra, mostrando por tanto, un menor uso de la deuda en la estructura de capital. Sin embargo, como consecuencia de que las conexiones políticas permiten reducir el riesgo de quiebra, la conectividad política desempeñaría un importante papel en el aumento de la probabilidad de que las empresas familiares se financien mediante la emisión de deuda.

Desde otra perspectiva, Du y Dai (2005) argumentan que las familias dominantes son más propensas a usar deuda para financiar nuevas oportunidades de crecimiento a fin de evitar la dilución de su control dominante. Sin embargo, las conexiones políticas podrían proporcionar a la familia otros recursos financieros capaces de satisfacer las necesidades de financiación de la empresa con un mayor grado de flexibilidad. En concreto, el uso de la deuda reduce el flujo de efectivo disponible para la familia dominante y aumenta la supervisión del acreedor (*e.g.*, Jensen, 1986; Faccio *et al.*, 2007; Schmid, 2013). Consecuentemente, las empresas familiares políticamente conectadas serán menos proclives a usar deuda para financiarse como alternativa a la dilución de su control dominante. Por tanto, las conexiones políticas afectan al nivel de deuda de las empresas familiares, pero la dirección de la relación es una cuestión empírica. Así, nuestra segunda hipótesis es la siguiente:

*Hipótesis 2. Las conexiones políticas afectan al nivel de deuda de la empresa familiar.*

*Hipótesis 2a. Las conexiones políticas afectan positivamente al nivel de deuda de la empresa familiar.*

*Hipótesis 2b. Las conexiones políticas afectan negativamente al nivel de deuda de la empresa familiar.*

Como se ha expuesto previamente, los bancos conforman otro tipo de propietario dominante de relevancia en Europa Continental (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Faccio y Lang, 2002; Ruiz y Santana, 2011). Además, en el caso concreto de España, el sistema financiero está orientado a la banca (*e.g.*, Cuervo, 1991; Steinherr y Huveneers, 1994; Ruiz y Santana, 2011; Ampenberger *et al.*, 2013) y se caracteriza por una fuerte intervención estatal en la economía, tanto a través de los bancos centrales, como través de la influencia política en las instituciones financieras. Por otra parte, a diferencia del contexto anglosajón, los bancos están activamente involucrados en la gestión de la empresa en la que participan y tienen un elevado nivel de influencia en las decisiones corporativas (*e.g.*, Kester, 1992; Benston, 1994; Edwards y Ogilvie, 1996; Cuervo-Cazurra, 1999; Kroszner y Strahan, 2001; Tejerina y Fortuna, 2002; Ruíz y Santana, 2011).

A diferencia de las empresas familiares, en las sociedades controladas por bancos, el objetivo final de las conexiones políticas difícilmente será facilitar el acceso al crédito. Por el contrario, las consideraciones de control pueden ser un importante factor para explicar el empleo de deuda en estas firmas. Siguiendo a Du y Dai (2005), el banco que controla la firma podría ser proclive a emplear deuda para financiar nuevas oportunidades de crecimiento a fin de evitar la dilución de su control dominante. Asimismo, en las firmas controladas por una entidad bancaria, la deuda no incrementaría la supervisión del acreedor, pues el accionista controlador difícilmente utilizará la deuda para controlarse a sí mismo. En esta línea, estudios previos han evidenciado que las instituciones bancarias tienen incentivos para extraer recursos fuera de la empresa mediante actividades de *tunneling* a través del denominado “negocio inducido” en las operaciones de crédito, gestión de flujos de caja, servicio de corretaje, etc. (*e.g.*, Cuervo, 1991; Schneider-Lenné, 1992; Walter, 1997; Ochoa, 1998; Zoido, 1998; Barucci y Mattesini, 2008; Ruiz y Santana, 2011). En este contexto, el empleo de la deuda para evitar la dilución del control podría implicar un coste para el banco dominante porque los recursos de dicho propietario son los que están en juego. De este modo, si las conexiones políticas pueden proporcionar a la empresa controlada por una

entidad bancaria otros recursos financieros capaces de satisfacer sus necesidades de financiación a un menor coste, se espera una mayor probabilidad de que estas firmas utilicen sus nexos políticos, en lugar de la deuda, a fin de evitar la dilución del control del accionista dominante. De este modo, las empresas políticamente conectadas de Europa Continental cuyo accionista de control es un banco serán menos proclives a emplear deuda para financiarse.

*Hipótesis 3. Las conexiones políticas afectan negativamente al nivel de deuda de la empresa controlada por un banco*

### **3. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN**

#### **3.1. MUESTRA Y BASE DE DATOS**

La muestra inicial comprende un total de 114 empresas no financieras que cotizaban en el mercado bursátil español a finales de 2012. En el análisis de la regresión se ha aplicado la metodología desarrollada por Hadi (1994) para eliminar los valores atípicos, los cuales representaban el 9,7% de la muestra total. Como resultado, se obtiene un panel no balanceado de 112 empresas (996 observaciones empresa-año), con el 95,5% de las empresas con cinco o más observaciones a lo largo del período 2003-2012. La muestra se inicia en 2003, año en el que la legislación española aumenta los requisitos de transparencia sobre la gestión de las sociedades cotizadas, estableciendo para las mismas la obligación de elaborar y divulgar un informe anual de gobierno corporativo.

#### *Conexiones políticas*

La escasa transparencia asociada a los vínculos existentes entre las élites empresariales y las élites políticas, unida a la ausencia de una definición generalmente aceptada de conexión política, dificulta el estudio empírico de la relación entre las conexiones políticas y la conducta corporativa (Chen *et al.*, 2011).

Las relaciones políticas de una empresa pueden ser consecuencia de los movimientos de los políticos desde el ámbito político al empresarial (*revolving door*) o viceversa (*reverse revolving door*). En esta investigación nos centramos en los casos de “puertas giratorias” (*revolving door*). En concreto, siguiendo la literatura previa (e.g., Faccio, 2006; Goldman *et al.*, 2009; Chaney *et al.*, 2011; Chen *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012; Duchin y Sosyra, 2012; Bona *et al.*, 2014; Guerra *et al.*, 2014) se considera la presencia de miembros del consejo de administración que han ocupado cargos políticos como *proxy* de la existencia de conexiones políticas en la empresa.

La información relativa a la presencia de políticos en el consejo de administración durante el período 2003-2012<sup>45</sup> fue recopilada a mano utilizando diversas fuentes. En primer lugar, se analiza el *Currículum Vitae* de los miembros del consejo, disponible en los informes anuales de gobierno corporativo publicados por las empresas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), así como en los sitios Web de las firmas incluidas en la muestra. Si bien, para aquellas empresas en las que esta información no estaba disponible en sus informes de gobierno corporativo, se optó por solicitarla directamente vía *email*. A modo de ejemplo, la empresa Abengoa es clasificada como una empresa políticamente conectada en 2012, porque al menos uno de los miembros de su consejo de administración había desempeñado previamente un cargo político, D. José Borrell Fontellés, que fue ministro del gobierno español durante el periodo 1991-1996 y presidente del Parlamento Europeo desde 2004 hasta 2007.

---

<sup>4</sup> La Ley 5/2006, de 10 de abril, de regulación de los conflictos de intereses de los miembros del Gobierno y de los Altos Cargos de la Administración General del Estado, regulaba el movimiento de los cargos públicos entre el sector público y privado hasta su derogación por la disposición derogatoria a) de la Ley 3/2015, de 30 de marzo, reguladora del ejercicio del alto cargo de la Administración General del Estado, que establece en su artículo 15.1 que “los altos cargos, durante los dos años siguientes a la fecha de su cese, no podrán prestar servicios en entidades privadas que hayan resultado afectadas por decisiones en las que hayan participado. La prohibición se extiende tanto a las entidades privadas afectadas como a las que pertenezcan al mismo grupo societario”.

### *Propietario dominante*

La identificación del propietario dominante se ha realizado a partir de la utilización de la metodología de definición de las cadenas de control (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000, 2002; Faccio y Lang, 2002). De este modo, se considera que una empresa tiene un propietario dominante si el principal accionista posee, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior a un nivel de control preestablecido, siendo en este estudio el nivel fijado del 20%. La identificación de las relaciones de propiedad-control se ha realizado mediante la recopilación de los datos que permiten dibujar la totalidad de la cadena de control para cada una de las empresas incluidas en el estudio en cada uno de los años del periodo 2013-2012. Así, se ha partido de la información sobre participaciones significativas publicadas por la CNMV, que incluye datos sobre la participación directa e indirecta de los accionistas que poseen al menos el 5% de las acciones de la empresa, así como de la propiedad en manos de los miembros del consejo, independientemente del nivel de su participación en el capital. A continuación, se complementaron estos datos con la base de datos SABI (*Bureau Van Dijk*), que publica información sobre la titularidad de la propiedad de las empresas cotizadas y no cotizadas españolas. Además, en aquellos casos en los que una sociedad extranjera poseía acciones de una empresa española, se complementó la cadena de propiedad mediante el análisis de los informes anuales publicados en los sitios web de dichas sociedades o realizando consultas vía *email* para la definición de la totalidad de los eslabones de propiedad.

### **3.2. VARIABLES**

Siguiendo la literatura previa (*e.g.*, Du y Dai, 2005; Ovtchinnikov, 2010; Bliss y Gul, 2012; Paligorova y Xu, 2012; Ogden y Wu, 2013; Rampini y Viswanathan, 2013; Strebulaev y Yang, 2013; Leary y Roberts, 2014; DeAngelo and Roll, 2015), se utilizan dos medidas de endeudamiento; *DEUDA\_VALORCONTABLE*, que se define como el ratio entre el valor contable de la deuda total y la suma del valor contable

de la deuda total y el valor contable del patrimonio neto de la empresa, y *DEUDA\_VALORMERCADO*, que se define como el cociente entre el valor contable de la deuda total y la suma del valor contable de la deuda y el valor de mercado del patrimonio neto.

Además, con el fin de analizar el efecto de las conexiones políticas en el endeudamiento, se define *POLÍTICOS* como una variable dicotómica que toma el valor de 1 si al menos uno de los miembros del consejo de administración ha ocupado una posición política a nivel europeo, nacional o local en el pasado, y cero en caso contrario. Esta medida está en consonancia con la literatura precedente (e.g., Faccio, 2006; Goldman *et al.*, 2009; Chaney *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012; Duchin y Sosyura, 2012; Bona *et al.*, 2014; Guerra *et al.*, 2014). Además, para considerar el efecto de la naturaleza del propietario dominante en la relación endeudamiento-conexión política se incluye la variable dicotómica *FAMILIA*, que toma el valor de 1 si el propietario dominante es un individuo o una familia y cero en caso contrario. Asimismo, se incluye *BANCO*, como variable dicotómica que toma el valor de 1 si el propietario dominante es un banco y cero en caso contrario.

Por otro lado, con la finalidad de controlar el efecto de otros aspectos que potencialmente pueden afectar al nivel de endeudamiento, se incluyen las siguientes variables de control. *TAMAÑO*, medido mediante el logaritmo neperiano de los activos totales. En línea con estudios previos, se espera una relación positiva entre tamaño y endeudamiento (e.g., Rajan y Zingales, 1995; Titman y Wessels, 1998, Booth *et al.*, 2001; Frank y Goyal, 2003; Johnson y Mitton, 2003; Gaud *et al.*, 2005; Lemmon, *et al.*, 2008). Además, se incluye el ratio precio-valor contable (*MTB*) definido como el cociente entre el valor de mercado y el valor contable del patrimonio neto como *proxy* de las oportunidades de crecimiento (Lemmon y Zender, 2010). En esta línea, Myers (1977) argumenta que las empresas con mayores oportunidades de crecimiento tienen un mayor potencial para reducir los problemas de subinversión derivados de la utilización de la deuda. No obstante, Strebulaev y Yang (2013) evidencian que las empresas con ratio de endeudamiento cero muestran un mayor ratio precio-valor contable y Fraser *et al.* (2006)

documentan una influencia no significativa de dicho ratio en el nivel de endeudamiento. Por tanto, la dirección de la relación entre el ratio de endeudamiento y las oportunidades de inversión es una cuestión empírica.

Además, se incluye la variable *TANG*, como medida de tangibilidad, definida como el cociente entre el valor neto de los activos materiales no corrientes y el valor del activo total. En este sentido, Lemmon y Zender (2010) sugieren que las empresas con más activos tangibles muestran costes más bajos asociados con las dificultades financieras debido a que los activos tangibles pueden ser utilizados como garantía en la formalización los préstamos (*e.g.*, Myers, 1977; Du y Dai, 2005), reduciendo los costes de agencia asociados al endeudamiento (Rajan y Zingales, 1995). Así, en un sistema financiero orientado a la banca, como el existente en España, las empresas no tienen otra opción para establecer relaciones sólidas con la banca que ofrecer como garantía el valor de los activos materiales que poseen, incluso después de considerar los efectos de las vinculaciones políticas (Fraser *et al.*, 2006). Consecuentemente, se espera que las empresas con mayor valor de activos tangibles presenten un mayor ratio de endeudamiento (*e.g.*, Myers, 1977; Du y Dai, 2005, Lemmon y Zender, 2010; Fraser *et al.*, 2006).

Asimismo, se utiliza la variable *DEPREC* como indicador de la ausencia de beneficios fiscales derivados de la deuda, calculada como el cociente entre la suma de la depreciación y la amortización, y el activo total. De acuerdo con la evidencia empírica previa, se espera que las firmas con mayores deducciones y créditos fiscales por depreciación muestren un menor ratio de endeudamiento, pues las deducciones por depreciación y los créditos fiscales a la inversión pueden ser sustitutos de los beneficios fiscales derivados de la deuda (DeAngelo y Masulis, 1980). Así, las empresas que disponen de menores ventajas fiscales derivadas de la deuda, en relación a sus *cash flows* esperados, mostrarán un menor endeudamiento en su estructura de capital. Por otro lado, se incluye el tamaño del consejo medido como el logaritmo neperiano del número total consejeros (*CONSEJO*). Así, Jensen (1986) encuentra que las empresas con mayor ratio de endeudamiento poseen consejos de administración de mayor tamaño y Cheng

(2008) muestra que las empresas con un consejo de mayor tamaño adoptan políticas menos extremas en relación con la emisión de deuda, argumentando que en un grupo de mayor tamaño es más difícil alcanzar un conceso y, consecuentemente, los consejos de menor dimensión se asocian a una política de endeudamiento cero (Strebulaev y Yang, 2013). Sin embargo, Berger *et al.* (1997) señalan que el nivel de deuda es menor cuando el consejo de administración es mayor. Por tanto, la dirección de la relación entre el endeudamiento y el tamaño del consejo es una cuestión empírica.

Además, se incluye como *proxy* del riesgo de quiebra la variable rentabilidad (*ROA*), definida como el cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos y los activos totales. La investigación previa ha encontrado evidencias de la existencia de una relación inversa entre la rentabilidad y el nivel de endeudamiento de la firma (*e.g.*, Myers, 1977; Fama y French, 2002; Du y Dai, 2005; Fraser *et al.*, 2006). En esta línea, Du y Dai (2005) sugieren que el aumento de la rentabilidad está asociada con un menor nivel de endeudamiento, argumentando que las empresas con beneficios más altos optan principalmente por la financiación interna, mientras que las empresas con beneficios más bajos aumentan el uso de deuda externa para compensar la escasez de fondos internos. De acuerdo con los argumentos anteriores, se espera que las empresas con mayor rentabilidad muestren menores niveles de endeudamiento.

Finalmente, se incluye la variable *DIVERG* como medida del grado de divergencia entre los derechos de voto y los derechos de *cash flow* en manos del propietario dominante. Así, para proceder a la identificación del propietario dominante de una empresa y medir sus derechos de voto y de flujo de efectivo, seguimos a La Porta *et al.* (1999) y usamos la metodología de la cadena de control. En este sentido, la divergencia se utiliza como *proxy* de la vulnerabilidad de la empresa a la expropiación de riqueza por parte del propietario dominante (*e.g.*, Bebchuck *et al.*, 1998; Claessens *et al.*, 1999; La Porta *et al.*, 2000; Faccio *et al.*, 2001; Faccio *et al.*, 2007). Así, Faccio *et al.* (2007) muestran una relación positiva entre el endeudamiento y la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* del



propietario dominante. En la misma línea, Ampenberger, *et al.* (2013) señalan que la desviación entre los derechos de voto y *cash flow* de la familia controladora conduce a un mayor nivel de endeudamiento. Consecuentemente, la dirección de la relación entre el endeudamiento y *DIVERG*, es una cuestión empírica.

## **4. RESULTADOS**

### **4.1. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS**

La Tabla 2.1 (Panel A) refleja el porcentaje de empresas españolas con consejeros con antecedentes políticos en su consejo de administración. Así, se observa que, en promedio, el 54% de las empresas de la muestra están políticamente conectadas; es decir, al menos uno de los miembros de su consejo ha desempeñado previamente un cargo político a nivel europeo, nacional o local. Por otra parte, los resultados revelan que la proporción media de políticos en el consejo es del 15%. Los resultados obtenidos están en consonancia con la evidencia obtenida por Bona *et al.* (2014) y Guerra *et al.* (2014).

En cuanto a la naturaleza de los propietarios dominantes, el Panel B (Tabla 2.1) muestra el porcentaje de empresas cuyo principal accionista es una familia o una entidad bancaria. En particular, en torno a un 41% de las empresas están controladas por una familia, mientras que el 7% está bajo el control de una entidad bancaria. Los resultados relativos a la naturaleza de los propietarios dominantes están en línea con la literatura previa centrada en el contexto español (*e.g.*, Santana y Aguiar, 2006; Cabeza y Gómez, 2008; Ruiz y Santana, 2009, 2011; Bona *et al.*, 2011a; Guerra *et al.*, 2014).

El Panel C de la Tabla 2.1 muestra los estadísticos de diferencias de medias entre empresas políticamente conectadas y no conectadas. Los resultados señalan que las empresas con conexiones políticas muestran una mayor ratio de endeudamiento cuando la deuda se encuentra deflactada por el valor de las acciones a valor contable. Asimismo, las empresas con conexiones políticas

presentan ciertas características empresariales, como una mayor dimensión, rentabilidad, tamaño del consejo y separación entre los derechos de voto y de *cash flow* en manos del propietario dominante. Sin embargo, las empresas políticamente conectadas y las que carecen de este tipo de vínculos no difieren en términos de ratio de endeudamiento, cuando se deflacta la deuda por el valor de mercado de las acciones, en oportunidades de crecimiento, depreciación y tangibilidad.

**Tabla 2.1. Estadísticos Descriptivos**

Panel A. Conexiones Políticas											
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Empresas políticamente conectadas (%)	51.19	50.57	55.43	54.00	55.36	53.57	54.63	57.69	56.44	52.53	
Consejeros políticos (%)	15.56	16.03	15.91	14.50	13.69	14.81	14.56	14.81	14.98	15.59	
Panel B. Naturaleza del accionista dominante											
Familia (%)	30.43	29.57	38.26	47.83	55.65	54.78	51.30	47.83	46.96	42.61	
Bancos (%)	10.43	11.30	7.83	5.22	5.22	4.35	6.09	6.96	5.22	5.22	
Panel C. Estadísticos descriptivos											
Empresas conectadas políticamente (N= 542)											
	Media	D.S.	Mediana								t-Test
DEUDA_VALOR CONTABLE	0.649	0.011	0.649	Empresas no conectadas políticamente (N=454)							2.09**
DEUDA_VALORMERCADO	0.52	0.237	0.528	Media	D.S.	Mediana					0.983
TAMAÑO	14.52	1.87	14.61	0.615	0.010	0.606					12.32***
MTB	1.50	1.02	1.20	13.14	1.59	13.07					-0.555
ROA	0.058	0.111	0.063	1.54	1.36	1.16					2.206**
DEPREC	0.034	0.031	0.028	0.042	0.123	0.052					-0.706
TANG	0.307	0.315	0.256	0.035	0.029	0.031					0.713
CONSEJO	2.41	0.314	2.39	0.294	0.212	0.266					8.944***
DIVERG	1.51	2.53	1	2.23	0.32	2.19					2.243**

DEUDA\_VALORCONTABLE, cociente entre el valor contable de la deuda total y la suma del valor contable de la deuda total y el patrimonio neto de la empresa. DEUDA\_VALORMERCADO, cociente entre el valor contable de la deuda total y la suma del valor contable de la deuda total y el valor de mercado del patrimonio neto de la empresa. TAMAÑO, logaritmo neperiano de los activos totales. MTB, cociente entre el valor de mercado y el valor contable del patrimonio neto. ROA, ratio entre el beneficio antes de intereses e impuestos y el activo total. DEPREC, ratio entre la depreciación y la amortización y el activo total. TANG, ratio de activo tangible neto y el activo total. CONSEJO, tamaño del consejo medido mediante el logaritmo neperiano del número de consejeros que forman parte del consejo de administración. DIVERG, diferencia entre los derechos de voto y los derechos de flujo de caja del propietario dominante. \*\*\*, \*\*, \*, estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

La tabla 2.2 indica las correlaciones entre las variables, las cuales sugieren que la multicolinealidad no afectará a las posteriores regresiones. Sin embargo, realizamos una prueba formal para asegurar que la multicolinealidad no estará presente en el análisis de regresión. En concreto, se calcula el factor de inflación de varianza (VIF) para cada variable independiente incluida en el modelo estimado. El VIF más alto (1.95) es muy inferior a 5, valor que indica la posible presencia de multicolinealidad según Studenmund (1997). Por consiguiente, concluimos que la multicolinealidad no es un problema en nuestra muestra.

**Tabla 2.2. Matriz de Correlaciones y ratios VIF**

	POLÍTICOS	DEUDA_VALOR CONTABLE	DEUDA_VALOR MERCADO	FAMILIA	BANCO	TAMAÑO	MTB	ROA	DEPREC	TANG	CONSEJO	DIVER.	VIF
POLÍTICOS													
DEUDA_VALORCONTABLE	0.06**												1.17
DEUDA_VALORMERCADO	0.03	0.56***											1.12
FAMILIA	-0.04	0.08***	0.07**										1.16
BANCO	0.02	0.06*	0.02	-0.24***									1.95
TAMAÑO	0.36***	0.23***	0.31***	-0.06**	0.17***								1.47
MTB	-0.01	0.09***	-0.56***	-0.003	-0.02	-0.14***							1.43
ROA	0.06**	-0.16***	-0.43***	-0.06**	0.07**	0.16***	0.47***						1.44
DEPREC	-0.02	0.01	-0.26***	-0.10***	-0.005	-0.09***	0.29***	0.18***					1.33
TANG	0.02	0.17***	-0.08***	-0.11***	0.12***	0.07**	0.06**	0.16***	0.45***				1.72
CONSEJO	0.27***	0.12***	0.12***	0.12***	0.20***	0.62***	-0.05*	0.16***	0.06**	0.12***			1.02
DIVERG	0.07**	-0.001	-0.009	0.008	0.09***	0.11***	-0.01	0.009	-0.01	0.008	0.09***		1.38
													Media

*POLÍTICOS*, variable dicotómica que toma el valor 1 si al menos uno de los miembros del consejo de administración ha desempeñado un cargo político a nivel europeo, nacional, regional o local, y cero en caso contrario. *DEUDA\_VALORCONTABLE*, cociente entre el valor contable de la deuda total y la suma del valor contable de la deuda total y la suma del patrimonio neto de la empresa. *DEUDA\_VALORMERCADO*, cociente entre el valor contable de la deuda total y la suma del valor contable de la deuda total y el valor de mercado del patrimonio neto de la empresa. *FAMILIA*, variable dicotómica que toma el valor 1 si el propietario dominante es un individuo o una familia, y cero en caso contrario. *BANCO*, variable dicotómica, que toma el valor 1 si el propietario dominante es una entidad bancaria, y cero en caso contrario. *TAMAÑO*, logaritmo neperiano de los activos totales. *MKB*, cociente entre el valor de mercado y el valor contable del patrimonio neto. *MTB*, cociente entre el valor de mercado y el valor contable del patrimonio neto. *ROA*, ratio entre el beneficio antes de intereses e impuestos y el activo total. *DEPREC*, ratio entre la depreciación y la amortización y el activo total. *TANG*, ratio de activo tangible neto y el activo total. *CONSEJO*, tamaño del consejo medido mediante el logaritmo neperiano del número de consejeros que forman parte del consejo de administración. *DIVERG*, diferencia entre los derechos de voto y los derechos de flujo de caja del propietario dominante. \*\*\*, \*\*, \* Estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente

## 4.2. ANÁLISIS MULTIVARIANTE

Las regresiones han sido estimadas utilizando el Método Generalizado de los Momentos (GMM) desarrollado por Arellano y Bond (1991), incorporando las correcciones propuestas por Arellano y Bover (1995) y Blundell y Bond (1998). En este sentido, se han realizado las estimaciones del GMM en niveles y en dos etapas. Así, la estimación en dos etapas permite estimar regresiones con errores robustos a la heterocedasticidad y la estimación en niveles mejora el estimador original mediante la combinación de un conjunto de ecuaciones en primeras diferencias con niveles retardados de las variables como instrumentos adicionales. De este modo, la metodología permite abordar el problema de heterogeneidad y el problema de endogeneidad. El primero, es superado modelizándolo con un efecto individual que es eliminado realizando las primeras diferencias de las variables. El segundo, es superado mediante la utilización como instrumentos de las variables independientes los retardos de las mismas. Por tanto, la consistencia de las estimaciones proporcionadas por el GMM depende de la ausencia de correlación serial de segundo orden en los residuos de las primeras diferencias y de la validez de los instrumentos. Para comprobar posibles errores en la especificación del modelo, se utiliza el estadístico de Hansen a fin de determinar la existencia de correlación entre los instrumentos y los residuos. A continuación, se examina el estadístico  $m^2$  desarrollado por Arellano y Bond (1991) para probar la ausencia de correlación serial de segundo orden en los residuos de la primera diferencia. Por último, se realizan las tres pruebas de Wald, en concreto, una prueba de Wald para la significación conjunta de los coeficientes reportados ( $z_1$ ), una prueba de Wald para significación conjunta de las *dummies* correspondientes al sector ( $z_2$ ) y una prueba de Wald de significación conjunta de *dummies* correspondientes a los años ( $z_3$ ).

Los modelos de referencia empleados para estudiar la estructura de capital de las empresas políticamente conectadas son los siguientes:

$$DEUDA = \alpha_0 + \alpha_1 POLÍTCOS_{it} + \alpha_2 TAMAÑO_{it} + \alpha_3 MKB_{it} + \alpha_4 ROA_{it} + \alpha_5 DEPREC_{it} + \alpha_6 TANG_{it} + \alpha_7 CONSEJO_{it} + \alpha_8 DIVERG_{it} + \delta_k + \vartheta_t + \varepsilon_{it} \quad (\text{Ecuación 1})$$

$$DEUDA = \alpha_0 + \alpha_1 POLÍTCOS_{it} + \alpha_2 naturaleza\ accionista\ dominante_{it} + \alpha_3 POLÍTCOS_{it} \times naturaleza\ accionista\ dominante_{it} + \alpha_4 TAMAÑO_{it} + \alpha_5 MKB_{it} + \alpha_6 ROA_{it} + \alpha_7 DEPREC_{it} + \alpha_8 TANG_{it} + \alpha_9 CONSEJO_{it} + \alpha_{10} DIVERG + \delta_k + \vartheta_t + \varepsilon_{it} \quad (\text{Ecuación 2})$$

donde:

$\delta_k$  representa las *dummies* del sector,  $\vartheta_t$  representa las variables *dummies* correspondientes al año  $t$  y  $\varepsilon_{it}$  es el término de error para la empresa  $i$  en el año  $t$ .

La tabla 2.3 muestra los resultados del efecto de las conexiones políticas en el nivel de endeudamiento. En concreto, las estimaciones señalan un efecto positivo y estadísticamente significativo de la presencia de políticos en el consejo de administración en el nivel de deuda, estos resultados son consistentes con la *Hipótesis 1a*. Además, los resultados son robustos para las dos medidas de endeudamiento y de conectividad política. Así, en consonancia con estudios previos, los resultados muestran que las conexiones políticas podrían facilitar a la empresa el acceso al crédito al reducir el riesgo de quiebra.

En cuanto a las variables de control, los resultados indican que la dimensión de la empresa, las oportunidades de crecimiento, la tangibilidad y el tamaño del consejo tienen un impacto positivo sobre el endeudamiento de la empresa. Sin embargo, la rentabilidad, la depreciación y el grado de divergencia entre los derechos de voto y de *cash flow* del propietario dominante afectan negativamente al nivel de deuda.

Tabla 2.3. Empresas políticamente conectadas y endeudamiento

	Signo estimado	DEUDA_VALO RCONTABLE (1)	DEUDA_VALO RMERCADO (2)	DEUDA_VALO RCONTABLE (3)	DEUDA_VALO RMERCADO (4)
<i>POLÍTICOS</i>	+/-	0.102*** (10.26)	0.029*** (3.58)		
<i>PORC_POLÍTICOS</i>	+/-			0.002*** (5.82)	0.001*** (3.93)
<i>TAMAÑO</i>	+	0.052*** (6.10)	0.047*** (7.15)	0.054*** (8.81)	0.039*** (5.00)
<i>MTB</i>	+/-	0.060*** (10.35)	0.072*** (15.37)	0.048*** (9.85)	0.068*** (14.00)
<i>ROA</i>	+/-	-0.300*** (-7.54)	-0.251*** (-5.87)	-0.827*** (-33.10)	-0.266*** (-5.63)
<i>DEPREC</i>	-	-2.068*** (-5.26)	-1.087*** (-4.74)	-0.524*** (-3.25)	-0.893*** (-3.93)
<i>TANG</i>	+	0.562*** (18.01)	0.066** (2.27)	0.013 (0.39)	0.096*** (3.99)
<i>CONSEJO</i>	+/-	0.045* (1.76)	0.045* (1.97)	0.042* (1.74)	0.001 (0.21)
<i>DIVERG</i>	+/-	-0.001*** (-7.06)	-0.003*** (-18.15)	-0.003*** (-4.73)	-0.002*** (-18.07)
Constante		-0.691*** (-6.15)	-0.046 (-0.61)	-0.461*** (-6.16)	-0.085 (-0.90)
Efecto año		<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>
Efecto sector		<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>	<i>Si</i>
Hansen		91.82 (1.00)	78.81(1.00)	81.78 (1.00)	85.42(1.00)
Test m <sup>2</sup>		-0.87	0.06	-0.21	0.19
Test z <sub>1</sub>		53.64***	106.94***	30.41***	101.20***
Test z <sub>2</sub>		80.78***	21.57***	13.05***	24.01***
Test z <sub>3</sub>		36.03***	15.08***	27.39***	25.86***

*DEUDA\_VALORCONTABLE*, cociente entre el valor contable de la deuda total y la suma del valor contable de la deuda total y del patrimonio neto de la empresa. *DEUDA\_VALORMERCADO*, cociente entre el valor contable de la deuda total y la suma del valor contable de la deuda total y el valor de mercado del patrimonio neto de la empresa. *POLÍTICOS*, variable dicotómica que toma el valor 1 si al menos uno de los miembros del consejo de administración ha desempeñado un cargo político a nivel europeo, nacional, regional o local, y cero en caso contrario. *PORC\_POLÍTICOS*, cociente entre el número de consejeros políticos y el número total de miembros del consejo. *TAMAÑO*, logaritmo neperiano de los activos totales. *MTB*, cociente entre el valor de mercado y el valor contable del patrimonio neto. *ROA*, ratio entre el beneficio antes de intereses e impuestos y el activo total. *DEPREC*, ratio entre la depreciación y la amortización y el activo total. *TANG*, ratio de activo tangible neto y el activo total. *CONSEJO*, tamaño del consejo medido mediante el logaritmo neperiano del número de consejeros que forman parte del consejo de administración. *DIVERG*, diferencia entre los derechos de voto y los derechos de flujo de caja del propietario dominante. \*\*\*, \*\*, \* Estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente. Entre paréntesis, *estadístico-t* basado en errores estándar robustos. Test de Hansen, determina si los instrumentos están correlacionados con los residuos, bajo la Hipótesis nula de que los instrumentos no están correlacionados con los residuos. Test m<sup>2</sup>, determina si existe correlación serial de segundo orden en los residuos de las primeras diferencias. Test z<sub>1</sub>, test de Wald para la significación conjunta de los coeficientes reportados. Test z<sub>2</sub>, test de Wald para la significación conjunta de las *dummies* correspondientes al sector. Test z<sub>3</sub>, test de Wald para la significación conjunta de las variables *dummies* correspondientes a los años.



En referencia a la relación entre las conexiones políticas y la deuda condicionada por la naturaleza del propietario dominante, los resultados (Tabla 2.4) muestran que el control familiar afecta negativamente al nivel de deuda, en línea con el argumento de aversión al riesgo de las familias dominantes proporcionado por la literatura previa. Sin embargo, en consonancia con la *Hipótesis 2a*, esta incidencia se vuelve positiva en las empresas familiares que establecen conexiones políticas. Los resultados son consistentes con el argumento de que las conexiones políticas reducen el riesgo de quiebra y, por tanto, favorecen el acceso de las empresas familiares al endeudamiento. Por último, las estimaciones muestran coeficientes negativos para *POLÍTICOSxBANCO* y *PORC\_POLÍTICOSxBanco*, indicando que los vínculos políticos de la empresa reducen el nivel endeudamiento cuando el propietario dominante es un banco. Estos resultados ofrecen soporte a la *Hipótesis 3* y reflejan que, en comparación con la deuda, en las empresas dominadas por bancos, las conexiones políticas proporcionan una vía menos costosa para evitar la dilución de control de dicho propietario dominante.

**Tabla 2.4. Empresas políticamente conectadas, propietario dominante y deuda**

	Signo estimado	Empresas Familiares			Empresas propiedad de bancos			Empresas Familiares			Empresas propiedad de bancos		
		DEUDA_VALOR CONTABLE (5)	DEUDA_VALOR MERCADO (6)	DEUDA_VALOR CONTABLE (7)	DEUDA_VALOR MERCADO (8)	DEUDA_VALOR CONTABLE (9)	DEUDA_VALOR MERCADO (10)	DEUDA_VALOR CONTABLE (11)	DEUDA_VALOR MERCADO (12)				
POLÍTICOS	+/-	0.012* (1.77)	0.022* (1.77)	0.065*** (6.25)	0.029** (2.56)								
PORC_POLÍTICOS	+/-					0.001** (2.43)	0.001** (2.48)	0.001*** (4.93)	0.002*** (3.24)				
FAMILIA	+/-	-0.045*** (-2.72)	-0.070*** (-4.82)			-0.055*** (-4.21)	-0.042*** (-3.84)						
POLÍTICOS x FAMILIA	+/-	0.089*** (4.85)	0.090*** (5.56)										
PORC_POLÍTICOS x Familia	+/-					0.008*** (8.33)	0.004*** (3.33)						
BANCO	-			0.061*** (4.79)	0.036** (2.25)			0.056*** (2.68)	0.092*** (5.50)				
POLÍTICOS x BANCO	-			-0.060*** (-4.80)	-0.039*** (-2.94)								
PORC_POLÍTICOSx Banco	-							-0.003** (-2.41)	-0.001*** (-3.49)				
TAMAÑO	+	0.045*** (7.57)	0.033*** (5.75)	0.053*** (8.61)	0.039*** (5.47)	0.044*** (9.54)	0.035*** (3.53)	0.034*** (6.20)	0.028*** (4.39)				
MTB	+/-	0.042*** (6.53)	0.105*** (13.40)	0.072*** (8.72)	0.070*** (11.98)	0.034*** (12.04)	0.071*** (11.95)	0.055*** (12.94)	0.182*** (12.82)				
ROA	+/-	-0.779*** (-24.76)	-0.411*** (-14.11)	-0.752*** (-19.69)	-0.323*** (-8.41)	-0.912*** (-23.23)	-0.436*** (-12.60)	-0.737*** (-30.98)	-0.642*** (-10.23)				
DEPREC	-	-0.493 (-1.53)	-0.161 (-0.56)	-0.093 (-0.28)	-0.356** (-2.07)	-0.293*** (-9.03)	0.054 (0.23)	-0.283*** (-3.24)	0.039 (0.13)				
TANG	+	0.032 (0.75)	0.081** (2.02)	0.264*** (4.07)	0.072** (2.03)	0.047 (1.25)	0.064 (1.62)	0.143*** (5.59)	0.057 (1.99)				
CONSEJO	+/-	0.022 (1.26)	0.019 (0.71)	0.035 (1.44)	0.066** (3.17)	0.113*** (8.92)	0.008 (0.34)	0.085*** (3.9)	0.115*** (3.46)				

Continuación en la siguiente página



### **4.3. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD**

Para determinar la robustez de los resultados, primero analizamos el efecto de las conexiones políticas en el endeudamiento de la empresa en función del tipo de consejero político (ejecutivo, dominical o independiente). Así, definimos las variables *PORC\_POLÍTICOS\_Ejec*, *PORC\_POLÍTICOS\_Dom* y *PORC\_POLÍTICOS\_Ind*, como el número de consejeros políticos ejecutivos, dominicales o independientes, respectivamente, dividido entre el número total de consejeros que configuran el consejo. Los resultados que se muestran en la Tabla 2.5 son consistentes con los obtenidos en el análisis de la incidencia del consejero político en el nivel de endeudamiento, pero sin considerar el rol desempeñado en el consejo (Tabla 2.3). Por tanto, las conexiones políticas tienen un efecto positivo y significativo sobre el nivel de endeudamiento de la empresa, independientemente del papel del consejero político en citado órgano de gobierno.

**Tabla 2.5. Empresas políticamente conectadas y endeudamiento (análisis de sensibilidad)**

	DEUDA_ VALORCONTABLE (13)	DEUDA_ VALORMERCADO (14)	DEUDA_ VALORCONTABLE (15)	DEUDA_ VALORMERCADO (16)	DEUDA_ VALORCONTABLE (17)	DEUDA_ VALORMERCADO (18)
PORC_POLÍTICOS_Ejec	0.01** (5.24)			0.005*** (5.26)		
PORC_POLÍTICOS_Dom		0.004** (6.32)	0.001*** (4.71)		0.002* (1.74)	0.001*** (4.95)
PORC_POLÍTICOS_Ind			0.056*** (11.84)	0.046*** (11.83)	0.039*** (5.50)	0.038*** (5.91)
TAMAÑO	0.046*** (11.30)	0.036*** (9.86)	0.048*** (13.54)	0.071*** (18.97)	0.063*** (12.30)	0.070*** (13.37)
MTB	0.049*** (8.77)	-0.004 (-0.13)	-0.821*** (-32.08)	-0.385*** (-13.31)	-0.270*** (-7.99)	-0.246*** (-8.74)
ROA	-1.03*** (-8.52)	-0.472*** (-39.90)	0.271 (1.57)	-0.501*** (-6.38)	0.299 (1.41)	-0.539*** (-2.00)
DEPREC	-0.607*** (-2.70)	-0.148 (-1.41)	0.116*** (3.04)	0.124*** (2.71)	0.111*** (4.99)	0.106*** (4.40)
TANG	0.138*** (3.08)	0.070*** (2.83)	0.040** (2.14)	-0.002*** (-0.74)	-0.019 (-1.23)	0.004 (0.14)
CONSEJO	0.026 (1.43)	0.045*** (3.14)	-0.004*** (-6.46)	-0.002*** (-5.91)	-0.002*** (20.50)	-0.002*** (-21.13)
DIVERG	-0.005*** (-8.20)	-0.001* (-1.75)	-0.513*** (-7.27)	0.093 (1.29)	0.044 (0.53)	-0.027 (-0.22)
Constante						
Efecto año	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Efecto sector	Si	Si	Si	Si	Si	Si

Continuación en siguiente página

	78.47 (1.00)	81.46 (0.984)	74.23 (1.00)	89.02 (1.00)	87.37 (1.00)	80.77 (1.00)
Hansen	-0.03	-1.47	-0.28	0.26	0.47	0.22
Test $m^2$	223.91***	345.69***	392.88**	235.17***	230.01***	166.13***
Test $z_1$	26.92***	30.08***	14.24***	98.96***	155.84***	199.33***
Test $z_2$	32.12***	83.37***	24.26***	40.91***	37.83***	40.73***
Test $z_3$						

*DEUDA\_VALORCONTABLE*, cociente entre el valor contable de la deuda total y la suma del valor contable de la deuda total y del patrimonio neto de la empresa. *DEUDA\_VALORMERCADO*, cociente entre el valor contable de la deuda total y la suma del valor contable de la deuda total y el valor de mercado del patrimonio neto de la empresa. *PORC\_POLITICOS\_Eje*, cociente entre el número de consejeros políticos ejecutivos y el número total de miembros del consejo. *PORC\_POLITICOS\_Dom*, cociente entre el número de consejeros políticos dominicales y el número total de miembros del consejo. *PORC\_POLITICOS\_Ind*, cociente entre el número de consejeros políticos independientes y el número total de miembros del consejo. *TAMAÑO*, logaritmo neperiano de los activos totales. *MTB*, cociente entre el valor de mercado y el valor contable del patrimonio neto. *ROA*, ratio entre el beneficio antes de intereses e impuestos y el activo total. *DEPREC*, ratio entre la depreciación y la amortización y el activo total. *TANG*, ratio de activo tangible neto y el activo total. *CONSEJO*, tamaño del consejo medido mediante el logaritmo neperiano del número de consejeros que forman parte del consejo de administración. *DIVERG*, diferencia entre los derechos de voto y los derechos de flujo de caja del propietario dominante. . . . . Estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente. Entre paréntesis, estadístico-t basado en errores estándar robustos. Test de Hansen, determina si los instrumentos están correlacionados con los residuos, bajo la Hipótesis nula de que los instrumentos no están correlacionados con los residuos. Test  $m^2$ , determina si existe correlación serial de segundo orden en los residuos de las primeras diferencias. Test  $z_1$ , test de Wald para la significación conjunta de los coeficientes reportados. Test  $z_2$ , test de Wald para la significación conjunta de las *dummies* correspondientes al sector. Test  $z_3$ , test de Wald para la significación conjunta de las variables *dummies* correspondientes a los años

Además, extendemos nuestro análisis para comprobar si los resultados sobre la relación entre el endeudamiento y la presencia de conexiones políticas en función de la naturaleza del propietario dominante son sensibles a la tipología de los consejeros políticos (Tabla 2.6). Para proceder a comprobar esta cuestión, se analiza la citada relación en las empresas familiares (modelos 19-25) y en las empresas controladas por bancos (modelos 26-30). Los resultados obtenidos, no difieren de los obtenidos previamente en la Tabla 2.4.

**Tabla 2.6. Empresas políticamente conectadas, propietario dominante y deuda (análisis de sensibilidad)**

	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	(28)	(29)	(30)
	DEUDA_VALORCONTABLE	DEUDA_VALORCONTABLE	DEUDA_VALORCONTABLE	DEUDA_VALORMERCADO	DEUDA_VALORMERCADO	DEUDA_VALORMERCADO	DEUDA_VALORCONTABLE	DEUDA_VALORCONTABLE	DEUDA_VALORCONTABLE	DEUDA_VALORMERCADO	DEUDA_VALORMERCADO	DEUDA_VALORMERCADO
PORC_POLÍTICOS_Ejec	0.014** (2.87)			0.012** (6.48)			0.008** (6.38)			0.003** (3.58)		
PORC_POLÍTICOS_Dom		0.002** (2.05)			0.002** (2.65)			0.006** (5.08)			0.011** (6.36)	
PORC_POLÍTICOS_Ind			0.001** (2.35)			0.001* (1.75)			0.001** (4.98)			0.005** (7.23)
FAMILIA	-0.104** (-5.45)	-0.063** (-2.91)	-0.025** (-2.14)	-0.018** (-4.03)	-0.063** (-3.84)	-0.085** (-6.39)						
PORC_POLÍTICOS_Ejec x Familia	0.010** (2.02)			0.005** (2.17)								
PORC_POLÍTICOS_Dom x Familia		0.001** (2.28)			0.007** (3.27)							
PORC_POLÍTICOS_Ind x Familia			0.003** (4.02)			0.003** (2.29)						
BANCO												
PORC_POLÍTICOS_Ejec x Banco							0.059** (7.25)	0.025** (2.48)	0.034** (2.99)	0.035** (4.76)	0.042** (4.65)	0.022* (1.79)
PORC_POLÍTICOS_Dom x Banco							-0.024* (-1.68)			-0.023* (-1.86)		
PORC_POLÍTICOS_Ind x Banco								-0.023** (-11.25)			-0.007** (-3.21)	
TAMAÑO	0.072** (7.78)	0.067** (7.13)	0.039** (7.89)	0.059** (14.58)	0.038** (6.48)	0.014** (2.83)	0.020** (5.68)	0.048** (8.41)	0.052** (11.51)	0.020** (6.50)	0.031** (5.07)	-0.002** (-1.98)
MTB	0.142** (13.70)	0.085** (22.42)	0.042** (6.59)	0.06** (12.15)	0.064** (14.85)	0.047** (19.75)	0.030** (5.32)	0.021** (4.40)	0.054** (13.21)	0.142** (20.66)	0.005** (12.09)	0.056** (16.08)
ROA	-0.982** (-5.92)	-0.221** (-7.06)	-1.011** (-24.64)	-0.337** (-14.98)	-0.266** (-11.23)	-0.194** (-8.12)	-0.422** (-10.69)	-0.439** (-19.33)	-0.864** (-28.86)	-0.535** (-16.23)	-0.228** (-10.62)	-0.292** (-13.56)

Continuación en la siguiente página



	Continuación													
DEPREC	-2.11**	-2.95**	-0.998**	-1.02**	-0.066	-0.410**	-0.560**	-0.540**	-0.251	-0.993**	-0.082	-0.339*		
	(-9.64)	(-13.73)	(-5.17)	(15.95)	(-0.70)	(-3.10)	(-3.70)	(4.39)	(-1.32)	(-6.16)	(-0.46)	(1.70)		
TANG	0.278**	0.531**	-0.008	0.094**	0.165**	0.074**	0.265**	0.047	0.181**	0.045*	0.115**	0.11**		
	(6.96)	(24.2)	(-0.22)	(2.30)	(8.34)	(4.75)	(7.45)	(1.18)	(5.14)	(1.84)	(8.82)	(7.69)		
CONSEJO	0.062**	0.039**	0.057**	0.003	0.072**	0.025	0.036**	0.016	0.02	0.010	0.039	0.088**		
	(2.54)	(4.54)	(3.58)	(0.33)	(3.51)	(1.02)	(2.31)	(0.96)	(1.05)	(0.74)	(1.60)	(3.75)		
DIVERG	-0.0008	-0.0003	-0.004**	-0.002**	-0.001**	-0.004**	-0.0005	-0.001**	-0.005**	-0.001*	-0.001**	-0.001**		
	(-1.43)	(-0.55)	(-3.57)	(-7.57)	(-11.58)	(-2.56)	(0.73)	(-2.35)	(8.39)	(-1.91)	(-10.44)	(-10.99)		
Constante	-0.478**	-0.530**	-0.272**	-0.060	0.259**	0.407**	0.065	-0.088	-0.329**	0.386**	0.177**	0.30**		
	(-4.09)	(-3.57)	(-2.74)	(-1.07)	(3.32)	(5.90)	(1.25)	(-0.94)	(-4.61)	(7.31)	(2.42)	(3.62)		
Efecto año	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Efecto sector	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Hansen	70.72	92.09	86.62	87.06	79.59	90.57	84.57	87.3	73.51	83.29	81.69	69.07		
	(0.761)	(0.95)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(0.814)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)		
Test m <sup>2</sup>	-0.07	-0.91	0.31	-0.22	0.45	0.24	-0.77	-1.31	-0.28	0.72	0.40	-0.30		
Test z <sub>1</sub>	132.26**	165.21**	111.4**	103.42**	200.55**	161.93**	29.62**	79.3**	278.26**	41.24**	243.34**	129.74**		
Test z <sub>2</sub>	62.87**	46.7**	17.11**	71.64**	52.79**	44.75**	44.96**	17.96**	12.57**	18.40**	26.73**	21.84**		
Test z <sub>3</sub>	65.29**	45.65**	21.69**	58.72**	32.71**	82.33**	59.46**	34.63**	10.12**	26.13**	40.84**	42.63**		

DEUDA\_VALORCONTABLE, cociente entre el valor contable de la deuda total y la suma del valor contable de la deuda total y el valor de mercado del patrimonio neto de la empresa. DEUDA\_VALORMERCADO, cociente entre el valor contable de la deuda total y la suma del valor contable de la deuda total y el valor de mercado del patrimonio neto de la empresa. PORC\_POLITICOS\_Eje, cociente entre el número de consejeros políticos ejecutivos y el número total de miembros del consejo. PORC\_POLITICOS\_Dom, cociente entre el número de consejeros políticos dominicales y el número total de miembros del consejo. PORC\_POLITICOS\_Ind, cociente entre el número de consejeros políticos independientes y el número total de miembros del consejo. FAMILIA, variable dicotómica que toma el valor 1 si el propietario dominante es un individuo o una familia, y cero en caso contrario. PORC\_POLITICOS\_EjexFamilia, cociente entre el número de consejeros políticos ejecutivos y el número total de miembros del consejo de administración de una empresa controlada por una familia. PORC\_POLITICOS\_DomxFamilia, cociente entre el número de consejeros políticos dominicales y el número total de miembros del consejo de administración de una empresa controlada por una familia. PORC\_POLITICOS\_IndxFamilia, cociente entre el número de consejeros políticos independientes y el número total de miembros del consejo de administración de una empresa controlada por una familia. BANCO, variable dicotómica, que toma el valor 1 si el propietario dominante es una entidad bancaria, y cero en caso contrario. POLITICOSBANCO, número de consejeros políticos en una empresa controlada por una entidad bancaria. PORC\_POLITICOS\_EjexBanco, cociente entre número de consejeros políticos ejecutivos y el número total de miembros del consejo de administración en una empresa controlada por una entidad bancaria. PORC\_POLITICOS\_DomxBanco, cociente entre número de consejeros políticos dominicales y el número total de miembros del consejo de administración en una empresa controlada por una entidad bancaria. PORC\_POLITICOS\_IndxBanco, cociente entre número de consejeros políticos independientes y el número total de miembros del consejo de administración en una empresa controlada por una entidad bancaria. TAMANO, logaritmo neperiano de los activos totales. MKB, cociente entre el valor de mercado y el valor contable del patrimonio neto. ROA, ratio entre el beneficio antes de intereses e impuestos y el activo total. DEPREC, ratio entre la depreciación y la amortización y el activo total. TANG, ratio de activo tangible neto y el activo total. CONSEJO, tamaño del consejo medido mediante el logaritmo neperiano del número de consejeros que forman parte del consejo de administración. DIVERG, diferencia entre los derechos de voto y los derechos de flujo de caja del propietario dominante. . . . . \* Estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente. Entre paréntesis, estadístico-t basado en errores estándar robustos. Test de Hansen, determina si los instrumentos están correlacionados con los residuos, bajo la hipótesis nula de que los instrumentos no están correlacionados con los residuos. Test m<sup>2</sup>, determina si existe correlación serial de segundo orden en los residuos de las primeras diferencias. Test z<sub>1</sub>, test de Wald para la significación conjunta de los coeficientes reportados. Test z<sub>2</sub>, test de Wald para la significación conjunta de las dummies correspondientes al sector. Test z<sub>3</sub>, test de Wald para la significación conjunta de las variables dummies correspondientes a los años.

## **5. CONCLUSIONES**

La literatura previa ha examinado la influencia de las conexiones políticas en el nivel de la endeudamiento de la empresa, centrándose en economías planificadas o en transición, tales como Malasia o China, donde el gobierno tiene estables y considerables participaciones en el capital de las empresas y los medios de comunicación están caracterizados por unos elevados niveles de opacidad y control gubernamental. Frente a estos trabajos, otro cuerpo de estudios ha adoptado una perspectiva internacional, dificultando la interpretación y la generalización de los resultados, que pueden verse afectados por las diferencias en el entorno legal, judicial y cultural.

De este modo, en este capítulo, extendemos esta línea de investigación, mostrando cómo la presencia de conexiones políticas afecta al nivel de la deuda de la empresa en un país de Europa Continental donde la presencia de consejeros políticamente conectados en el consejo de administración es una forma habitual de conexión política y la estructura de propiedad se encuentra altamente concentrada en manos de propietarios dominantes de naturaleza familiar o bancaria. En particular, se analiza una muestra de empresas no financieras cotizadas en el mercado español durante el período 2003-2012. Además, nuestro estudio aborda una cuestión que, hasta donde alcanza nuestro conocimiento, no ha sido considerada en investigación previa alguna; es decir, cómo la naturaleza del propietario dominante condiciona la relación entre conexión política y endeudamiento.

Nuestros resultados evidencian que las conexiones políticas afectan positivamente al nivel de endeudamiento de la empresa, en consonancia con el argumento de que los vínculos políticos establecidos por la firma reducen el riesgo de quiebra. Además, se obtienen evidencias sobre la incidencia de la naturaleza del propietario dominante en la relación entre conexión política y endeudamiento. Así, cuando el propietario dominante es de naturaleza familiar, las conexiones políticas afectan positivamente al nivel de deuda, consistente con el argumento de que los

nexos con el ámbito político afectan significativamente a la aversión al riesgo característica de la empresa familiar. Por el contrario, cuando el propietario dominante es un banco, las conexiones políticas afectan negativamente al nivel de endeudamiento. Este último resultado es consistente con la utilización de los recursos proporcionados por la conexión política, en lugar de la deuda, al objeto de evitar la dilución del control dominante del propietario bancario.

El presente capítulo proporciona una significativa contribución a esta línea de investigación. Así, aunque la literatura previa aporta evidencias que apoyan que los nexos políticos establecidos por la empresa propician un incremento de su nivel de deuda (*e.g.*, Johnson y Mitton, 2003; Khwaja y Mia, 2005; Fraser *et al.*, 2006; Li *et al.*, 2008; Qian *et al.*, 2011; Bliss y Gul, 2012), este estudio aporta evidencias empíricas adicionales indicando que la citada relación está condicionada por la naturaleza del propietario que controla de la firma. Además, nuestros resultados pueden ayudar a entender las decisiones de estructura de capital en general y, en particular, muestran cómo las conexiones políticas afectan a este tipo de decisiones. Finalmente, acotar la investigación en un único país de Europa Continental, concretamente en España, permite que los resultados obtenidos puedan ser generalizables a otros contextos con un marco institucional similar.

La investigación realizada está sujeta a limitaciones relacionadas con la dificultad de medir la conexión política. Para construir la muestra de empresas políticamente conectadas, se parte de la ventaja del requerimiento legal establecido en España que establece que las empresas cotizadas publiquen el *Curriculum Vitae* de sus consejeros en el Informe Anual de Gobierno Corporativo. Si bien, las relaciones con las élites políticas que no implican la presencia de consejeros políticamente conectados en el consejo de administración de la firma no son consideradas en el presente análisis empírico. Este documento sugiere varias futuras investigaciones. Así, por ejemplo, sería de interés analizar la relación entre conexiones políticas y el coste de la deuda o la incidencia de las conexiones políticas en la deuda en entornos que difieran significativamente de los considerados en estudios precedentes.

---

## CAPÍTULO III

# EMPRESAS POLÍTICAMENTE CONECTADAS Y REMUNERACIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

---

## **1. INTRODUCCIÓN**

La remuneración de los consejeros de las grandes empresas cotizadas ha estado sujeta a un amplio debate, tanto a nivel nacional como internacional, viéndose influenciada la intensidad del mismo como consecuencia de la actual crisis económica. Así, empresarios, académicos, instituciones públicas y la sociedad general han incrementado su interés por las compensaciones recibidas por los miembros del consejo de administración, tanto respecto a su cuantía, como a su estructura. En este sentido, las elevadas compensaciones percibidas por los consejeros en Europa durante los últimos años han propiciado la publicación de diversas recomendaciones por parte de la Comisión Europea (2004/913/EC, 2005/162/EC, 2009/384/EC, 2009/385/EC) cuya finalidad última es el aumento de la transparencia relativa a la política de remuneración de altos ejecutivos y consejeros, así como el fomento de la independencia de los consejeros en la toma de decisiones concernientes al diseño y establecimiento de misma. En el caso español, el 23 de marzo de 2013 se publicó la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, con la finalidad

de incrementar los requerimientos informativos de gobierno corporativo en las sociedades cotizadas, estableciendo como obligatoria la publicación del denominado “informe anual sobre remuneraciones”<sup>5</sup>. De esta manera, se pretende dotar de mayor transparencia a la política de remuneración de los consejeros y de los altos ejecutivos de la empresa cotizada española.

Según la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)<sup>6</sup>, la retribución media de los consejeros de empresas cotizadas españolas que forman parte del IBEX-35 fue de 7,9 millones de euros en 2012, siendo la retribución media por consejero de unos 562.000 euros anuales, importe significativamente superior a la contraprestación percibida por el presidente del Gobierno Español en la Ley 2/2012, de 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2012<sup>7</sup>, cuya cuantía ascendió a 78.185,04 euros. En consecuencia, las elevadas remuneraciones percibidas por los consejeros resultan de gran atractivo, en particular, para aquellos políticos que han cesado su actividad pública y desean prestar servicios en la esfera privada. En este sentido, los consejeros que han desempeñado previamente cargos políticos gozan de gran atractivo en el ámbito empresarial, pues la actividad desempeñada en el ámbito público les proporciona valiosos conocimientos en el desarrollo de procedimientos burocráticos y normativos (*e.g.*, Agrawal y Knoeber, 2001; Goldman *et al.*, 2009) que les posibilitan actuar como enlace entre las élites políticas y empresariales (*e.g.*, Chaney *et al.*, 2011). En esta línea, Eisler (2007) muestra que 34 de las 50 firmas de *lobby* más importantes de Washington tienen algún tipo de vínculo previo con el gobierno federal. Posteriormente, Blanes i Vidal

---

<sup>5</sup> La Orden ECC/461/2013,, de 20 de marzo, por la que se determina el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, desarrolla por primera vez en España, un modelo estandarizado y homogéneo para publicar las remuneraciones de los miembros del consejo de administración de las sociedades cotizadas, dicho modelo fue publicado el 24 de junio de 2013 en la Circular 4/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

<sup>6</sup> Los datos se han obtenido del Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX-35, ejercicio 2012, publicado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC\\_IBEX35\\_2012F.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_IBEX35_2012F.pdf)

<sup>7</sup> La Ley 2/2012, de 29 de junio de Presupuestos Generales del Estado para el año 2012. Publicada en el BOE Nº 156, 30 de junio de 2012.

*et al.* (2012) señalan que los ex empleados públicos del gobierno federal estadounidense dominan la industria del *lobby* en EE.UU.

El contexto español resulta propicio para el estudio de la relación entre la conectividad política del consejo de administración y la política retributiva del citado órgano de gobierno, pues el trasvase de ex políticos de la esfera pública hacia el ámbito empresarial es ampliamente observable en España. Así, Bona *et al.* (2014) detectan que más del 47% de las empresas cotizadas no financieras españolas están políticamente conectadas mediante su consejo de administración, pues al menos uno de sus consejeros ha desempeñado previamente a su designación algún cargo político. En esta línea, Guerra *et al.* (2014) evidencian una mayor presencia de consejeros políticos en sectores regulados en los cuales los conocimientos burocráticos y normativos adquieren especial relevancia para el desarrollo de la actividad empresarial. La presencia de un ex cargo político en el consejo de administración puede traducirse en potenciales ventajas que incluyen recursos valiosos de concreción variada tales como ayuda ante dificultades económicas (*e.g.*, Fisman, 2001; Faccio y Parsley; 2009; Guerra *et al.*, 2014) o conocimientos y experiencia en procedimientos burocráticos y normativos (*e.g.*, Agrawal y Knoeber, 2001; Goldman *et al.*, 2009). Además, el mayor escrutinio público y social que afrontan las empresas políticamente conectadas (*e.g.*, Riahi-Belkaoui, 2004; Chaney *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012) especialmente a raíz de la actual crisis económica, reaviva el interés por profundizar en cómo la presencia en el consejo de administración de este tipo de consejeros con vínculos políticos podría condicionar la política retributiva del citado órgano de gobierno.

No obstante, hasta donde alcanza nuestro conocimiento, la investigación previa no ha aportado evidencia empírica alguna sobre la política retributiva de un consejo de administración políticamente conectado. Así, la investigación en el campo de la retribución del consejo de administración se ha centrado principalmente en el estudio de la remuneración de ciertos tipos de consejeros como los externos (*e.g.*, Hempel y Fay, 1994; Boyd, 1996; Bryan *et al.*, 2000a; Cordeiro *et al.*, 2000; Yermack, 2004; Linn y Park, 2005; Adam y Ferreira, 2008;

Farrell *et al.*, 2008; Bugeja *et al.*, 2014), siendo escasa la evidencia empírica relativa a la remuneración global del consejo de administración (*e.g.*, Urzúa, 2009; Andreas *et al.*, 2012; López-Iturriaga *et al.*, 2015). En relación a este último cuerpo de trabajos cabe indicar que, a excepción del caso de los consejeros que representan los intereses de inversores institucionales (López-Iturriaga *et al.*, 2015) o extranjeros (Colpan y Yoshikawa, 2012), los trabajos precedentes no han analizado cómo la presencia de ciertos tipos de consejeros, como ocurre con aquéllos que poseen vínculos con la esfera política, podría condicionar la política de remuneración del citado órgano de gobierno.

En este contexto, el objetivo del presente capítulo es examinar cómo la presencia de consejeros con antecedentes políticos en el consejo de administración condiciona la política retributiva del mencionado órgano de gobierno en un país de Europa Continental. En particular, analizamos esta cuestión en una muestra de 114 empresas no financieras cotizadas en el mercado bursátil español durante el periodo 2004-2012. Esto es, se analiza la política de remuneración del consejo de administración políticamente conectado en un contexto caracterizado por la presencia de accionistas dominantes con la habilidad para controlar la composición y funcionamiento del citado órgano de gobierno, así como su remuneración. Además, se analiza cómo la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* del propietario dominante podría afectar a la relación entre conexiones políticas y remuneración del consejo.

Los resultados del presente estudio evidencian que las conexiones políticas afectan a la política retributiva del consejo de administración. En particular, la presencia de consejeros políticos incide negativamente en el establecimiento de una retribución excesiva para el consejo de administración. Estos resultados son consistentes con la hipótesis de alineamiento, es decir, con el mayor escrutinio público y social al que está sometida la actuación de la empresa políticamente conectada, lo que implica una mayor preocupación por la reputación para el accionista de control (*e.g.*, Riahi-Belkaoui, 2004; Chaney *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012) y, consecuentemente, reduce los incentivos del propietario controlador a la



utilización de la retribución del consejo de administración como mecanismo de expropiación de rentas a los accionistas minoritarios.

Por su parte, los resultados del análisis del efecto de la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* del accionista de control en la relación entre la presencia de conexiones políticas y la remuneración del consejo de administración, evidencian que a medida que aumenta la divergencia se incrementa también el exceso de remuneración del consejo de administración políticamente conectado. Esta evidencia es consistente con la utilización de la política de remuneración del citado órgano de gobierno como mecanismo de expropiación de rentas (Bebchuck y Fried, 2004), pues tanto la estructura piramidal como la conexión política aíslan a la firma de la disciplina del mercado de capitales, lo que reduce los costes derivados de las actividades no maximizadoras del valor a largo plazo. Sin embargo, dichos resultados también podrían venir explicados por la necesidad de retener las ventajas que conlleva, tanto para propietarios controladores, como para los accionistas minoritarios y resto de *stakeholders*, la presencia de un ex cargo político en el consejo de administración. En esta línea, ante el aumento de la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* del propietario dominante, los incentivos de dicho accionista para retener a través de un aumento en la retribución este tipo de vínculo con la esfera política adquieren especial relevancia debido a que, en este caso, las ventajas derivadas de la conexión política se extienden a la totalidad de las empresas que configuran la estructura piramidal (*e.g.*, Agrawal y Knoeber, 2001; Fisman, 2001; Faccio, 2006; Goldman *et al.*, 2009; Duchin y Sosyura, 2012).

Nuestro trabajo contribuye de modo diverso a la investigación precedente. En primer lugar, mientras la mayor parte de la literatura precedente se ha centrado en la remuneración de ciertos tipos de consejeros tales como los externos o independientes (*e.g.*, Hempel y Fay, 1994; Boyd, 1996; Cordeiro *et al.*, 2000; Linn y Park, 2005; Adam y Ferreira, 2008), nuestro estudio se realiza desde una perspectiva más amplia al abordar la compensación del consejo de administración ante la presencia de consejeros políticamente conectados. En segundo lugar, mientras las investigaciones precedentes se han acometido básicamente en el

entorno anglosajón, el presente capítulo amplía el reducido número de trabajos enfocados en el estudio de la compensación del consejo de administración en países caracterizados por estructuras de propiedad concentradas (*e.g.*, Urzúa, 2009; Andreas *et al.*, 2012; López-Iturriaga *et al.*, 2015). Finalmente, siguiendo a Core *et al.* (1999), Brick *et al.* (2006), Core *et al.* (2008), Ertimur *et al.* (2011), Croci *et al.* (2012) y Chung *et al.* (2015), este estudio se centra en el “exceso de remuneración” del citado órgano de gobierno, al determinar si dicho excedente es consecuencia de potenciales conflictos de agencia asociados a la presencia de consejeros políticos en firmas bajo el control de accionistas dominantes o, por el contrario, es resultado de la presencia de mayores incentivos a retener, a través de una mayor retribución, las ventajas asociadas a la conexión política.

El resto del capítulo está organizado de la siguiente forma. La Sección 2 ilustra el marco teórico del estudio. La sección 3 describe los datos y la metodología. La Sección 4 presenta los resultados empíricos del estudio y, finalmente, la Sección 5, recoge las principales conclusiones.

## **2. ARGUMENTOS TEÓRICOS**

### **2.1. CONEXIONES POLÍTICAS Y EXCESO DE REMUNERACIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN**

Las políticas retributivas en el ámbito empresarial han sido objeto de un creciente interés por parte de la literatura precedente. Así, existe abundante evidencia empírica previa sobre los determinantes de la remuneración de los directivos (*e.g.*, Mehran; 1995; Gómez-Mejía y Wiseman, 1997; Cyert *et al.*, 2002; Bebchuk y Fried, 2004; Sapp, 2008) y, en particular, sobre la remuneración del CEO (*e.g.*, Jensen y Murphy, 1990; Boyd, 1994; Gómez-Mejía y Wiseman, 1997; Barkema y Gómez-Mejía, 1998; David *et al.*, 1998; Core *et al.*, 1999; Bryan *et al.*, 2000b; Bebchuk *et al.*, 2002; Core y Larcker, 2002; Almazán y Suarez, 2003; Cordeiro y Veliyath, 2003; John y Qian, 2003; Chhaochharia y Grinstein, 2009; John *et al.*, 2010

Croci *et al.*, 2012). Sin embargo, la evidencia empírica sobre los determinantes de la remuneración del consejo de administración es escasa (*e.g.*, Urzúa, 2009; Andreas *et al.*, 2012; López-Iturriaga *et al.*, 2015) y frecuentemente centrada en la remuneración de los consejeros externos (*e.g.* Hempel y Fay, 1994; Boyd, 1996; Perry, 1996; Perry, 1999; Vafeas, 1999; Bryan *et al.*, 2000a; Cordeiro *et al.*, 2000; Yermack, 2004; Linn and Park, 2005; Adam y Ferreira, 2008; Farrell *et al.*, 2008; Larcker *et al.*, 2013; Bugeja *et al.*, 2014; Masulis y Mobbs, 2014). Además, a excepción del caso de los consejeros que representan los intereses de inversores institucionales (López-Iturriaga *et al.*, 2015) o extranjeros (Colpan y Yoshikawa, 2012), el papel de ciertos tipos de consejeros, como aquéllos que poseen vínculos con la esfera política, en la determinación de la política de remuneración del mencionado órgano de gobierno no ha sido previamente considerado en la investigación empírica precedente<sup>8</sup>.

Además, la mayor parte de los trabajos que han analizado la compensación del consejo de administración se ha centrado en el contexto norteamericano y, por tanto, en un sistema de gobierno corporativo que difiere significativamente del que resulta de aplicación a las empresas de Europa Continental. En este sentido, España, como la mayoría de países de Europa Continental, se caracteriza por un elevado nivel de corrupción (Transparencia Internacional, 2013), una escasa protección legal de los intereses de los inversores externos (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1998; 1999; Djankov *et al.*, 2008) y, consecuentemente, una elevada concentración de propiedad, destacando la presencia de propietarios dominantes (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Faccio y Lang, 2002; Santana y Aguiar, 2006). En este sentido, cuando las empresas no se encuentran protegidas de forma adecuada por el sistema legal, las conexiones políticas se convierten en un instrumento relevante para el desarrollo de la actividad empresarial (Li *et al.*, 2008). Adicionalmente, las masivas privatizaciones acaecidas en España en las últimas décadas han propiciado que muchas empresas

---

<sup>8</sup> García-Meca, E. (2015) analiza la incidencia de la presencia de políticos en el consejo de administración en la remuneración del citado órgano de gobierno en las empresas financieras españolas.

designen consejeros que previamente han ocupado algún cargo político (*e.g.*, Bona *et al.*, 2014; Guerra *et al.*, 2014). Como resultado, la presencia de ex cargos políticos en los consejos de administración es habitual en España (*e.g.*, Bona *et al.*, 2014; Guerra *et al.*, 2014).

De otra parte, la investigación previa ha mostrado que la estructura de propiedad es un determinante relevante de la remuneración del consejo (*e.g.*, Johnson *et al.*, 2000; Renders y Gaeremy, 2012; Shan, 2013) debido a que dicho mecanismo de gobierno determina en gran medida los costes de agencia a los que se enfrenta la empresa (Jensen y Mecking, 1976). Sin embargo, la mayoría de los estudios sobre la remuneración del consejo de administración se ha centrado en un contexto de propiedad difusa donde el principal conflicto de agencia deriva de la divergencia de intereses entre directivos y accionistas. Sin embargo, en Europa Continental, el principal conflicto de agencia surge de la diferencia de intereses entre el propietario dominante y los accionistas minoritarios (*e.g.*, La Porta *et al.*, 2000; Burkart *et al.*, 2003; Villalonga y Amit, 2006; Young *et al.*, 2008).

En esta línea, debido a los altos niveles de concentración de propiedad, los consejos de administración en Europa Continental están controlados por el propietario dominante, reduciéndose por tanto, la independencia de dicho órgano de gobierno (*e.g.*, Cuervo, 2002; De Miguel *et al.*, 2004; De Andrés *et al.*, 2005; Sánchez *et al.*, 2011; Sacristán y Gómez, 2007). Además, en el contexto español, la reducida presencia de consejeros independientes en las comisiones de remuneración del consejo de administración (Sánchez *et al.*, 2011) incrementa la habilidad del propietario dominante para incidir en la remuneración del citado órgano de gobierno. Así, cuando un propietario posee el control efectivo de una empresa, éste también controla las decisiones del consejo de administración. Consecuentemente, el estudio de la política de remuneración del consejo de administración bajo la presencia de conexiones políticas en el contexto español exige contemplar cómo los vínculos con la esfera política afectan a los incentivos del propietario dominante en relación con el diseño y el establecimiento de las políticas de remuneración de dicho órgano de gobierno.

De acuerdo con los argumentos previos, las políticas de remuneración pueden ser parte de los problemas de agencia más que una solución a los mismos (e.g., Bebchuk *et al.*, 2002; Croci *et al.*, 2012). De este modo, el propietario dominante puede emplear la remuneración del consejo como vehículo para la expropiación de rentas a los accionistas minoritarios (e.g., Urzúa, 2009) ante la presencia de conexiones políticas. Así, Qian *et al.* (2011) argumentan que si el principal objetivo de la conexión política es facilitar el acceso a la financiación bancaria, este tipo de vínculo con el poder político podría incrementar los incentivos del propietario dominante a la expropiación de rentas a los accionistas minoritarios debido a que la relación con las élites políticas reduce la disciplina impuesta por el mercado de capitales, pues bajo esta premisa la vinculación política permite al propietario dominante contar con una vía alternativa al mercado de capitales para acceder a recursos financieros. En este sentido, la mayor facilidad para acceder a fondos bancarios puede ser particularmente importante en España, donde según el *Global Competitiveness Report 2013-2014* publicado por el Foro Económico Mundial, el acceso a la financiación es uno de los aspectos más problemáticos para el desarrollo de las actividades empresariales (España ocupa el puesto 138 de 148 países en términos de facilidad de acceso a financiación por parte de las empresas). Además, España cuenta con un sistema financiero orientado a la banca (e.g., Cuervo, 1991; Steinherr y Hueveneers, 1994; Ruiz y Santana, 2011; Ampenberger *et al.*, 2013) caracterizado por una destacada intervención estatal en la economía, tanto a través del banco central, como a través de su influencia en las instituciones financieras. De este modo, la estrecha relación entre Estado y sector bancario puede favorecer que las empresas políticamente conectadas disfruten de un mayor acceso al crédito bancario, así como de un menor coste del mismo (Boubakri *et al.*, 2012). Consecuentemente, cuando el propietario dominante nombra a un consejero político con el objetivo fundamental de que éste facilite a la empresa acceso al crédito bancario existirá una mayor probabilidad de colusión entre el propietario dominante y el consejero político, a expensas de los intereses de los accionistas minoritarios. En este contexto, el propietario dominante puede

emplear la política de remuneración para extraer rentas y, como resultado, la remuneración del consejo sería empleada como un mecanismo de expropiación.

Sin embargo, si la cuantía y la composición de la remuneración del consejo excede significativamente del nivel establecido por el contrato óptimo (*e.g.*, Gómez-Mejía y Wiseman, 1997; Core y Larcker, 2002), y dicho exceso es percibido por el mercado de capitales, éste se traducirá en costes sociales y costes derivados de la pérdida de reputación (Bebchuk *et al.*, 2002). En este sentido, las empresas políticamente conectadas hacen frente a un mayor escrutinio por parte de los medios de comunicación y de la sociedad en general (*e.g.*, Riahi-Belkaoui, 2004; Chaney *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012) y, por tanto, este tipo de empresas muestran una mayor preocupación por los costes derivados de la pérdida de reputación. Consecuentemente, los incentivos del propietario dominante para expropiar a los accionistas minoritarios a través de la remuneración del consejo se reducen y, en consonancia, se reduce el exceso de remuneración del citado órgano de gobierno en presencia de conexiones políticas.

Desde otra perspectiva, las conexiones políticas proporcionan a la empresa ventajas importantes como la preferencia en la adjudicación de contratos públicos (*e.g.*, Agrawal y Knoeber, 2001; Goldman *et al.*, 2009; Duchin y Sosyura, 2012), condiciones preferentes en el acceso a la financiación bancaria (Charrumilind *et al.*, 2006), un menor coste de la financiación (*e.g.*, Faccio, 2006; Claessens *et al.*, 2008; Boubakri *et al.*, 2012), una menor carga fiscal (*e.g.*, Faccio, 2010), una menor presión regulatoria sobre la actividad de la empresa o un mayor control regulatorio sobre sus competidores (Agrawal y Knoeber, 2001). Además, las empresas políticamente conectadas son más propensas a ser rescatadas por el Estado ante la presencia de dificultades financieras (*e.g.*, Faccio, 2006; Claessens *et al.*, 2008; Boubakri *et al.*, 2012). De esta forma, las conexiones políticas pueden aportar recursos valiosos y ayudar a la empresa a afrontar dificultades económicas (*e.g.*, Fisman, 2001; Faccio y Parsley; 2009; Guerra *et al.*, 2014). Así, un propietario dominante con la habilidad para incidir en la política de remuneración del consejo, puede desear pagar a los consejeros políticos más de lo esperado con el fin de

atraer y retener los recursos valiosos que estos consejeros aportan a la empresa. De acuerdo con estos argumentos, en un contexto en el que el principal problema de agencia es la posibilidad de expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios por parte del propietario dominante (*e.g.*, La Porta *et al.*, 2000; Burkat *et al.*, 2003; Villalonga y Amit, 2006), el accionista de control, ante la presencia de consejeros políticos, puede utilizar la remuneración del consejo para alinear sus intereses con los de los accionistas minoritarios, pues ambos agentes tienen interés en retener al consejero político debido a las ventajas que su presencia aporta a la firma (*e.g.*, Fisman, 2001; Faccio y Parsley; 2009; Guerra *et al.*, 2014).

De esta forma, la incidencia de la conexión política en el consejo de administración en un contexto caracterizado por la presencia de accionistas dominantes es una cuestión empírica. Así, enunciamos la primera hipótesis:

*Hipótesis 1. La presencia de consejeros políticos incide en el exceso de remuneración del consejo de administración.*

*Hipótesis 1a. La presencia de consejeros políticos incide positivamente en el exceso de remuneración del consejo de administración.*

*Hipótesis 1b. La presencia de consejeros políticos incide negativamente en el exceso de remuneración del consejo de administración.*

## **2.2. DIVERGENCIA ENTRE DERECHOS DE VOTO Y CASH FLOW, CONEXIONES POLÍTICAS Y EXCESO DE REMUNERACIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN**

La divergencia entre los derechos de voto y los derechos de *cash flow* del accionista dominante es común en los países de Europa Continental, donde los propietarios dominantes emplean estructuras piramidales para incrementar su poder sobre la firma (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002). Este tipo de estructuras permiten al accionista dominante incrementar su

control sobre la riqueza de la firma realizando una menor inversión (Morck *et al.*, 2004). En esta línea, Guerra *et al.* (2014) evidencian que en el 79,92% de las empresas no financieras que cotizaban en el mercado bursátil español durante el periodo 2003-2012, el propietario dominante controlaba la compañía mediante una estructura piramidal. Ello permite considerar el papel de la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* del accionista dominante en la relación entre la presencia de conexiones políticas y la política de retribución del consejo de administración.

La evidencia empírica previa muestra que la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* del propietario dominante incrementa los incentivos del accionista de control a la expropiación de rentas de los accionistas minoritarios (*e.g.*, Bebchuck *et al.*, 2000; Claessens *et al.*, 2002; Fan y Wong, 2002; Haw *et al.*, 2004; Francis *et al.*, 2005; Lee, 2007; Santana *et al.*, 2007; Bona *et al.*, 2013). Además, las estructuras piramidales permiten al accionista dominante crear un mercado de capitales interno con el que financiar los proyectos de las firmas que configuran la pirámide (*e.g.*, Williamson, 1995; Cuervo, 2002; Cestone y Fumagalli, 2005) y, generalmente, a un menor coste al que resultaría de aplicación a los recursos obtenidos mediante el uso de los mercados externos (Desai *et al.*, 2004). De este modo, la firma reduce su dependencia de los mercados externos de capitales, lo que podría incrementar los incentivos del accionista de control a la realización de actividades expropiatorias, a través de la política de remuneración del consejo. En esta línea, Urzúa (2009) encuentra evidencias que respaldan el empleo de la remuneración del consejo como mecanismo de extracción de recursos (*tunneling*) en los grupos piramidales chilenos, siendo sus resultados afines a las investigaciones realizadas por Cheung *et al.* (2005), Kato *et al.* (2007), Barontini y Bozzi, (2008) y Fagernäs (2008) en el caso de Hong Kong, Corea, Italia e India. Los trabajos anteriores evidencian una mayor remuneración de los consejos de administración de las empresas que forman parte de un grupo empresarial en comparación con aquellos que gobiernan empresas que no adoptan este tipo de estructuras. Asimismo, los vínculos con el poder político pueden proporcionar recursos



financieros (Chrarrumillid *et al.*, 2006) a un menor coste (*e.g.*, Faccio, 2006; Claessens *et al.*, 2008; Boubakri *et al.*, 2012). Particularmente, si el objetivo del establecimiento de la conexión política es el acceso a la financiación bancaria, la conectividad puede reducir la presión y la sanción impuesta por los mercados de capitales a las conductas oportunistas de los agentes internos (*e.g.*, Chaney *et al.*, 2011; Qian *et al.*, 2011) y, en consecuencia, aumentar los incentivos del accionista dominante a la expropiación de rentas a los minoritarios a través de la remuneración del consejo.

De este modo, tanto el ejercicio del control mediante una estructura piramidal, como el establecimiento de la conexión política, permiten el acceso a recursos alternativos a los mercados de capitales externos y, con ello, reducen la presión y las sanciones impuestas por dichos mercados ante la realización de conductas oportunistas, pudiendo aumentar los incentivos del accionista dominante a la realización de actividades expropiatorias a través de la retribución del consejo de administración políticamente conectado.

De otra parte, las empresas políticamente conectadas afrontan un mayor escrutinio de los medios de comunicación, así como de la sociedad en general (*e.g.*, Riahi-Belkaoui, 2004; Chaney *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012). De este modo, en presencia de estructuras piramidales los costes derivados de la pérdida de reputación ante la realización de conductas expropiatorias por parte del accionista de control son mayores, pues la pérdida de reputación de una de las empresas que configura la pirámide se contagia al resto de la estructura piramidal. De este modo, los costes derivados de la pérdida de reputación, consecuencia de la expropiación instrumentada en una excesiva remuneración del consejo de administración políticamente conectado, serían mayores a media que aumenta la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* del accionista dominante. En este sentido, Brick *et al.* (2006), contemplan que los consejeros se preocupan por su reputación y Yermack (2004) argumenta que éstos pueden estar dispuestos a abandonar la compañía si el comportamiento corporativo de la misma afecta negativamente a su reputación. Consecuentemente, los costes derivados de la pérdida de reputación

atribuibles a la realización de actividades expropiatorias por parte del accionista de control podrían ocasionar la pérdida de las ventajas que la conexión política provee a la pirámide. De acuerdo con este razonamiento, los propietarios que controlan los grupos piramidales utilizarán la política de remuneración del consejo de administración como una herramienta para moderar el conflicto de agencia entre el accionista de control y los accionistas minoritarios, y señalar al mercado que su conducta está lejos de ser oportunista. En este contexto, se reduce el exceso de retribución del consejo en aquellas empresas políticamente conectadas en las que la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* del accionista dominante es mayor.

No obstante, desde otra perspectiva, la literatura previa ha evidenciado que las conexiones políticas pueden ser una fuente de ventajas para la compañía políticamente conectada (*e.g.*, Fisman, 2001; Faccio y Parsley, 2009; Guerra *et al.*, 2014). Así, el accionista de control puede utilizar la retribución del consejo como mecanismo de retención de las ventajas derivadas de la conexión política. De este modo, la remuneración puede diseñarse para atraer y retener a individuos que añaden valor a la firma (Bender, 2004), así como para motivarlos a actuar en línea con los intereses de los accionistas (Eisenhardt, 1989). Así, la política retributiva del consejo de administración puede configurarse como un elemento de retención de las ventajas proporcionadas por el consejero políticamente conectado, pues una inadecuada remuneración puede convertirse en un gran obstáculo para atraer y retener a los consejeros (Cordeiro *et al.*, 2000). En esta línea, el aumento de la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* del propietario dominante, aumenta los incentivos del accionista controlador a retener las ventajas asociadas a la conexión política, puesto que las ventajas que dicha conexión proporciona a la empresa se expanden a la totalidad de firmas que configuran la estructura piramidal (*e.g.*, Agrawal y Knoeber, 2001; Fisman, 2001; Faccio, 2006; Goldman *et al.*, 2009; Duchin y Sosyura, 2012). En consecuencia, la remuneración del consejo de administración políticamente conectado adquiere relevancia como mecanismo de retención de las ventajas asociadas a la conexión política a medida que aumenta la

divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* del accionista dominante. De este modo, podría esperarse una relación positiva entre el incremento de la divergencia y el exceso de remuneración del consejo de administración políticamente conectado.

Así, la incidencia de la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* del propietario controlador en la relación entre la presencia de ex cargos políticos en el consejo de administración y el exceso de retribución del citado órgano de gobierno es una cuestión empírica. En consecuencia, enunciarnos la segunda hipótesis:

*Hipótesis 2: La divergencia entre los derechos de voto y cash flow del propietario dominante incide en la relación entre la presencia consejeros políticos y el exceso de retribución del consejo.*

*Hipótesis 2a: La divergencia entre derechos de voto y cash flow del propietario dominante incide positivamente en la relación entre la presencia consejeros políticos y el exceso de retribución del consejo.*

*Hipótesis 2b: La divergencia entre derechos de voto y cash flow del propietario dominante incide negativamente en la relación entre la presencia consejeros políticos y el exceso de retribución del consejo.*

### **3. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN**

#### **3.1. MUESTRA**

La población objeto de estudio la conforman las 114 empresas españolas no financieras que cotizan en el mercado Continuo durante el periodo 2004-2012. Además, para la realización de las estimaciones se ha aplicado el método desarrollado por Hadi (1994) con el fin de eliminar valores extremos. Como resultado se ha obtenido un panel no balanceado de 904 observaciones empresa-

año de manera que el 95% de las empresas analizadas cuentan con 6 o más observaciones en el periodo 2004-2012.

### **3.2. VARIABLES Y FUENTES DE INFORMACIÓN**

El objetivo principal de este capítulo es analizar la relación entre las conexiones políticas y la remuneración del consejo de administración. Con el fin de alcanzar este objetivo, se emplean variables relacionadas con la compensación de los consejeros, la presencia de consejeros políticos, el gobierno de la empresa y sus características económicas. En este sentido, El cuadro A.1 del Anexo recoge las definiciones de todas las variables utilizadas en este estudio.

#### *Remuneración del consejo*

La información relativa a la remuneración del consejo se ha obtenido a partir de los informes anuales de gobierno corporativo publicados por las empresas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Así, se emplea el exceso de remuneración para analizar la política retributiva del citado órgano de gobierno. El exceso de remuneración del consejo pretende medir la diferencia entre la remuneración total del citado órgano de gobierno y la remuneración estimada a partir de las características económicas de la empresa (*e.g.*, Core *et al.*, 1999; Brick *et al.*, 2006; Core *et al.*, 2008; Ertimur *et al.*, 2011; Croci *et al.*, 2012; Chung *et al.*, 2015). De esta forma, consistente con la literatura previa, esta variable se obtiene mediante el residuo de la estimación de la remuneración total del consejo utilizando como variables explicativas las principales características económicas corporativas relacionadas con la remuneración y cuya descripción está expuesta en el Cuadro A.1 del Anexo.

Así, se incluye la variable *TAMAÑO*, ya que la investigación precedente sugiere que la remuneración de los consejeros es mayor en las empresas de mayor dimensión (*e.g.* Hempel y Fey, 1994; Boyd, 1996; Bryan *et al.*, 2000a; Ryan y Wiggins, 2004; Linn y Park, 2005; Farrell *et al.* 2008; Urzúa, 2009; Doucouliagos *et*

*al.*, 2007; Bugeja *et al.*, 2014; López-Iturriaga *et al.*, 2015) debido a que las funciones del consejo son más complejas, el proceso de toma de decisiones es más arduo y la responsabilidad de los consejeros es elevada (*e.g.*, Brick *et al.*, 2006; Doucouliagos *et al.*, 2007).

Por otra parte, se considera la variable *DEUDA* (*e.g.* Bryan *et al.*, 2000a; Brick *et al.*, 2006; Farrell *et al.*, 2008; López-Iturriaga *et al.*, 2015) debido a que el nivel de endeudamiento incide en los recursos financieros disponibles y, por tanto, puede afectar al uso de la remuneración del consejo de administración como mecanismo de control (*e.g.* Bryan *et al.*, 2000a; Brick *et al.*, 2006). En esta línea, en base a los argumentos propuestos por la teoría del *free cash flow* (Jensen, 1986), bajos niveles de deuda y elevados niveles de *free cash flow* se asocian a una mayor remuneración. En el contexto de Europa Continental, Andreas *et al.* (2012) documentan, para una muestra de empresas alemanas, una relación negativa entre el endeudamiento y la compensación del consejo. Sin embargo, López-Iturriaga *et al.* (2015), mediante el análisis de una muestra de empresas no financieras cotizadas españolas, encuentran una relación positiva entre la deuda y la remuneración total del consejo de administración.

Además, se incluyen las oportunidades de crecimiento a través de la ratio *MTB* (*e.g.* Core *et al.*, 1999; Bryan *et al.*, 2000a; Cordeiro *et al.*, 2000; Linn y Park, 2005; Farrell *et al.*, 2008; Matolcsy y Wright, 2011). En este sentido, los trabajos previos señalan la presencia de una relación positiva entre las oportunidades de crecimiento y el nivel de remuneración de los consejeros ejecutivos (*e.g.*, Core *et al.*, 1999; Linn y Park, 2005; Ozkan, 2007). En esta línea, López-Iturriaga, *et al.* (2015) muestran que las oportunidades de crecimiento afectan positivamente a la remuneración global del consejo de administración. Así, las empresas con mayores perspectivas de crecimiento requieren consejeros que dominen tanto la actividad de la empresa como los problemas derivados de un alto nivel de crecimiento (Cordeiro *et al.*, 2000). En consecuencia, estas empresas aumentan sus niveles de remuneración con la intención de retener a los consejeros que poseen un mayor conocimiento y experiencia (*e.g.*, Smith y Watts, 1992; Gaver y Gaver, 1993).

Asimismo, siguiendo la literatura previa que aborda la investigación de la compensación del CEO (*e.g.*, Core *et al.*, 1999; Firth *et al.*, 2007; Core *et al.*, 2008; Ertimur *et al.*, 2011; Shin y Seo, 2011), así como de los consejeros externos (*e.g.*, Adam y Ferreira, 20008; Cordeiro, *et al.* 2000), se considera la rentabilidad como determinante económico de la remuneración. En concreto, se introducen en el modelo dos variables indicadoras del rendimiento empresarial, *ROA* y *RENT\_ACCIONES*. Firth *et al.* (2007) indican que la *ROA* y la rentabilidad de las acciones difieren como indicadores del rendimiento empresarial. La *ROA* depende fundamentalmente de la función ejecutiva y su cálculo se basa en cifras contables susceptibles a la manipulación de los administradores a fin de lograr objetivos cortoplacistas que pueden poner en peligro la rentabilidad a largo plazo (*e.g.*, Cordeiro *et al.*, 2000; Firth *et al.*, 2007). Sin embargo, la rentabilidad de las acciones (*RENT\_ACCIONES*) representa las expectativas de los inversores sobre los beneficios futuros, siendo éstos más difíciles de manipular por parte de la gerencia, proporcionando una medida del rendimiento a largo plazo (Cordeiro *et al.*, 2000; Firth *et al.*, 2007). Si bien, el empleo de esta última medida tiene como inconveniente que los precios de las acciones están sujetos a la voluntad del mercado de valores y a las alteraciones del entorno macroeconómico (*e.g.*, tipos de interés, tasa de inflación, precios de materias primas), factores que están fuera del control de la gerencia (Firth *et al.*, 2007) y, por ende, del consejo de administración. Además, Cordeiro *et al.* (2000) argumentan que los principios que rigen el diseño de los paquetes de remuneración de los ejecutivos son aplicables al diseño de la política de remuneración de los consejeros. Así, estudios previos que analizan la remuneración de los directivos evidencian una relación positiva entre la rentabilidad de la firma y el nivel de compensación (*e.g.*, Murphy, 1985; Frinkelstein y Hambrick, 1989; Jensen y Murphy, 1990; Gómez-Mejía y Wiseman, 1997; Barkema y Gómez-Mejía, 1998; Sapp, 2008). En cuanto a la medida de rentabilidad empleada, los resultados de Core *et al.*, (1999) y, posteriormente, las evidencias de Shin y Seo (2011), indican que la *ROA* no tiene un efecto significativo sobre la remuneración del CEO, pero la rentabilidad de las acciones incide positiva y de

forma estadísticamente significativa en el nivel de compensación del mismo. Sin embargo, Brick *et al.* (2006) documentan una asociación entre la baja rentabilidad empresarial y la existencia de exceso de remuneración para consejeros y directivos, considerando que este resultado es consecuencia del amiguismo o favoritismo entre el CEO y el consejo, argumentando que los intereses de ambos agentes colusionan para expropiar la riqueza de la compañía.

Asimismo, se incluye la variable *ANTIGÜEDAD\_CONSEJO*. La investigación previa sobre la compensación a consejeros y a ejecutivos ha incluido la antigüedad media del consejo de administración como uno de los determinantes de la remuneración (*e.g.*, Anderson *et al.*, 2004; Ertugrul y Hedge, 2008; Sapp, 2008). En este sentido, la antigüedad del consejo es uno de los determinantes de su calidad, pues afecta a la conducta corporativa del mismo (Vafeas, 2003). Esto es, según Vafeas (2003) la calidad de los miembros del citado órgano de gobierno puede mejorar o deteriorarse con su permanencia en la firma. Así, una mayor antigüedad media del consejo puede implicar que sus miembros tengan mayor experiencia y conocimiento de la actividad empresarial y del entorno en el que ésta se desarrolla (Vance, 1983). Asimismo, los consejeros con mayor antigüedad estarían más comprometidos con los objetivos de la compañía (Buchanan, 1974). Sin embargo, una elevada antigüedad en el cargo puede limitar el acceso a información clave a aquellos individuos que no forman parte del consejo de administración (Katz, 1982). Además, éstos pueden establecer relaciones de amistad con el equipo directivo que pueden reducir la eficacia de su tarea supervisora de la función ejecutiva (Vafeas, 2003). En esta línea, Lipton y Lorsch (1992) reconocen que los consejeros con una elevada antigüedad pueden intentar usurpar las funciones propias del CEO.

No obstante, en cuanto a las variables económicas que determinan la remuneración, no existe consenso en la investigación precedente sobre la consideración del riesgo como variable explicativa de la política de remuneración. Así, Core *et al.* (2008), Eirtimur *et al.* (2011), Croci *et al.* (2012) y Chung *et al.* (2015) no incluyen medidas de riesgo en las correspondientes estimaciones que permiten obtener el exceso de remuneración. Si bien, Core *et al.* (1999) y Brick *et al.* (2006)

emplean medidas de riesgo en la estimación del exceso de remuneración. En este sentido, Banker y Datar (1989) señalan que el riesgo incide en la compensación y Cyert *et al.* (1997) encuentran que la remuneración del CEO es mayor en las empresas con mayor volatilidad en el precio de las acciones. Así, se incluyen las variables representativas de riesgo *RIESGO\_ROA*, como medida de riesgo económico de la empresa y *RIEGO\_ACCIÓN*, como indicador del riesgo de la acción<sup>9</sup>.

### *Conexiones políticas*

La presencia de conexiones políticas en las empresas se caracteriza por un escaso nivel de transparencia, posiblemente porque políticos y empresarios tienen incentivos para dotar de opacidad a sus relaciones (*e.g.*, Leuz y Oberholzer-Gee, 2006; Bona *et al.*, 2014). Así, la opacidad de los vínculos entre políticos y empresarios y la inexistencia de una definición generalmente aceptada de conexión política, dificulta el análisis de la incidencia de las conexiones políticas en el comportamiento corporativo (Chen *et al.*, 2011). En este sentido, las conexiones políticas establecidas por una empresa pueden ser consecuencia del traslado de políticos desde el ámbito político al empresarial (*revolving door*) o viceversa (*reverse revolving door*). En este trabajo nos centramos en los casos de “puertas giratorias” (*revolving door*). De este modo, en consonancia con la literatura previa (*e.g.*, Faccio, 2006; Goldman *et al.*, 2009; Chaney *et al.*, 2011; Chen *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012; Duchin y Sosyura, 2012; Bona *et al.*, 2014; Guerra *et al.*,

---

<sup>9</sup> De este modo, se han utilizado dos especificaciones, la primera no considera variables de riesgo, mientras que la segunda incorpora variables explicativas que miden el riesgo de la empresa. La remuneración total del consejo de administración se estima mediante un pool clusterizado por empresas a través de las siguientes ecuaciones:

$$TOTAL\_REMU_{it} = \alpha_0 + \beta_1 RENT\_ACCIÓN_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 DEUDA_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 TAMAÑO_{it} + \beta_6 ANTIGÜEDAD\_CONSEJO_{it} + \delta_k + \theta_t + \mu_i + \pi_{it}$$

$$TOTAL\_REMU_{it} = \alpha_0 + \beta_1 RENT\_ACCIÓN_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 DEUDA_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 TAMAÑO_{it} + \beta_6 ANTIGÜEDAD\_CONSEJO_{it} + \beta_7 RIESGO\_ROA_{it} + \beta_8 RIESGO\_ACCIÓN_{it} + \delta_k + \theta_t + \mu_i + \epsilon_{it}$$

Donde  $\delta_k$ ,  $\theta_t$ , y  $\mu_i$  representan variables dicotómicas que recogen el efecto del sector, el año y la empresa, respectivamente. De este modo, en consonancia con los trabajos precedentes (*e.g.*, Core *et al.*, 1999; Brick *et al.*, 2006; Core *et al.*, 2008; Ertimur *et al.*, 2011; Croci *et al.*, 2012; Chung *et al.*, 2015) el residuo de cada una de las estimaciones ( $\pi_{it}$  y  $\epsilon_{it}$ ) representa el exceso de remuneración del consejo, es decir, la diferencia entre la remuneración real y la estimada en función de los determinantes económicos de la empresa. De este modo,  $\pi_{it}$  es el exceso de remuneración sin considerar variables de riesgo (*EXCESO\_REMU*) y  $\epsilon_{it}$  es el exceso de remuneración del consejo de administración cuando se considera el riesgo en su estimación (*EXCESO\_REMU\_RIESGO*). Las estimaciones resultantes se han incluido en la Tabla A.1. del Anexo.



2014), la presencia de consejeros que han ocupado cargos políticos previamente a su designación se emplea como *proxy* de la existencia de conexiones políticas en la empresa.

Los datos relativos a la presencia de consejeros que han ocupado en el pasado cargos políticos durante el período 2004-2012 han sido recopilados a mano utilizando diversas fuentes de información. En primer lugar, se ha analizado el *Currículum Vitae* de los miembros del consejo de administración disponible en los informes anuales de gobierno corporativo publicados por las empresas en la CNMV, así como en las páginas Web de las firmas incluidas en la muestra. Si bien, en el caso de aquellas empresas en las que esta información no estaba disponible en sus informes de gobierno corporativo, se optó por solicitarla directamente vía *email*. Así, a modo de ejemplo, Iberdrola es clasificada como una empresa políticamente conectada en 2012 porque al menos uno de los miembros de su consejo de administración había desempeñado previamente un cargo político, Don Ángel Jesús Acebes Paniagua, quien ocupó varias carteras ministeriales en el Gobierno español entre 1999 y 2004.

#### *Divergencia*

Además, se emplea la variable *DIVERG* con el fin de contrastar la *Hipótesis 2*, es decir, para analizar la incidencia de las conexiones políticas en la remuneración del consejo ante la presencia de estructuras que permiten la separación de derechos de propiedad y control del accionista dominante. Para ello, se ha seguido la metodología de determinación de las cadenas de control (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002). Los datos necesarios para la definición de la cadena de control de cada una de las empresas incluidas en el estudio y para cada año de la muestra se han obtenido de la información sobre participaciones significativas publicada por la CNMV, así como de la base de datos SABI (*Bureau Van Dijk*). Respecto a esta variable, Urzúa (2009) muestra que el propietario dominante utiliza la remuneración del consejo de administración como una vía de expropiación de recursos (*tunneling*) cuando forma parte del citado

órgano de gobierno y sus derechos de *cash flow* se reducen en relación con sus derechos de voto. Sin embargo, Barontini y Bozzi (2008) muestran que la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* puede tener un impacto negativo en el nivel de compensación de manera que, a pesar de que dicha separación aumenta los costes de agencia, no parece inducir a una extracción de recursos a través de la remuneración del consejo de administración.

#### *Variables de control*

Asimismo, en las estimaciones se han incluido una serie de variables con el objetivo de controlar el potencial efecto de otros factores en la remuneración del consejo. Así, en consonancia con la investigación previa centrada en el contexto español (*e.g.*, Santana y Aguiar, 2006; Sacristán y Gómez, 2007; Ruiz y Santana, 2009, 2011; Bona *et al.*, 2011,2014; López-Iturriaga y Santana, 2015) se incluye la participación en los derechos de voto del propietario dominante (*VOTO*) calculados mediante la metodología de definición de las cadenas de control (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002). En este sentido, la estructura de propiedad de la empresa es un aspecto relevante en la política de remuneración debido a que afecta a los incentivos de los agentes internos para controlar la actuación directiva (Shleifer y Vishny, 1997). De este modo, una mayor concentración de propiedad puede conllevar una menor discrecionalidad directiva que podría incidir en una menor remuneración (*e.g.*, Tosi y Gómez-Mejía, 1994; Werner *et al.*, 2005). En la misma línea, Andreas *et al.* (2012) encuentran una relación negativa entre la concentración de propiedad y el nivel de remuneración debido a que los accionistas reducen el empleo de la remuneración como instrumento de control, pues cuentan con mecanismos alternativos más directos para controlar de la actuación de los consejeros (*e.g.* Schmid, 1997; Bryan y Klein, 2004). Además, Linn y Park (2005) evidencian que las empresas motivan a los consejeros de la misma forma que al CEO (*e.g.*, Smith y Watts, 1992, Gaver y Gaver, 1993, 1995), por lo que el empleo de la remuneración como mecanismo motivador de conductas maximizadoras de valor es válido tanto para el CEO como para el consejero. En esta línea, Hartzell y Starks (2003) y Sapp (2008) encuentran que la

propiedad del accionista dominante tiene un impacto negativo en la compensación del CEO y de los altos ejecutivos. Por otro lado, un propietario con un elevado nivel de participación en el capital de la empresa puede expropiar recursos de la firma (*e.g.*, Morck y Yeung, 2004; Bertrand y Schoar, 2006), pudiendo emplear la política de remuneración como mecanismo de expropiación (Bebchuk y Fried, 2004). Así, Barontini y Bozzi (2012) muestran que las empresas familiares italianas pagan más a sus CEOs que otras empresas, asimismo detectan que un CEO familiar recibe una remuneración superior en comparación con uno no familiar, pudiendo estos resultados ser indicativos del empleo de la política de remuneración como un instrumento de extracción de rentas. En esta línea, Barak *et al.* (2011) ofrece evidencias sobre el exceso de remuneración como fuente de beneficios privados del control en Israel. Sin embargo, Elston y Goldberg (2003) encuentran una relación negativa entre el control familiar y la compensación de los directivos y Bugeja *et al.* (2014) no encuentran una relación estadísticamente significativa entre los derechos de voto del propietario dominante y la remuneración de los consejeros externos. Así, no existe un consenso en la literatura previa respecto a la dirección de la relación entre el nivel de derechos de voto del accionista dominante y la remuneración percibida por el consejo de administración, siendo ésta una cuestión empírica.

Por otro lado, se ha considerado el papel dual del presidente del consejo cuando éste desempeña un rol ejecutivo en la compañía (*PRESI\_DUAL*) como determinante de la remuneración del consejo, pues el poder del presidente del citado órgano de gobierno puede afectar al nivel y a la composición de la remuneración de los consejeros (Harley y Wiggins, 2004). En este sentido, el mayor poder del CEO puede afectar a la independencia del consejo, incrementando los problemas de agencia que debe afrontar la empresa (*e.g.* Hermalin y Weisbach, 1998; Harley y Wiggins, 2004). En esta línea, trabajos previos han encontrado que la dualidad del presidente aumenta el nivel de remuneración del consejo de administración (*e.g.* Harley y Wiggins, 2004; Brick *et al.*, 2006). Además, Brick *et al.* (2006) muestran que la dualidad del CEO afecta positivamente al exceso de

remuneración de consejeros y de directivos debido a que reduce el nivel de control del consejo sobre el equipo directivo y aumenta el favoritismo entre el CEO y los consejeros. De este modo, en congruencia con la literatura precedente se espera que la dualidad del presidente del consejo de administración incida positivamente en el exceso de remuneración percibida por el citado órgano de gobierno.

## **4. RESULTADOS**

### **4.1. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS**

La Tabla 3.1 muestra la evolución de las conexiones políticas de las empresas cotizadas no financieras españolas en el periodo 2004-2012. El Panel A detalla el porcentaje de empresas políticamente conectadas. Los resultados indican que, en términos de promedio, el 54% de las compañías cotizadas están conectadas políticamente. Además, los resultados muestran que la proporción de políticos en el consejo de administración es, en términos promedio, del 15%. Estos resultados son consistentes con Bona *et al.* (2014) y Guerra *et al.* (2014).

El Panel B indica que alrededor del 70% de las empresas cotizadas no financieras, cuenta con un presidente del consejo con un papel ejecutivo en la compañía. Asimismo, en el Panel C se presentan los estadísticos descriptivos de las variables continuas empleadas en la investigación (media, desviación típica y mediana), así como el test de diferencia de medias (*t-student*) entre las empresas políticamente conectadas y las empresas que carecen de este tipo de vínculos. Los resultados indican que las firmas con conexiones políticas, en comparación con las no conectadas, son de mayor tamaño y presentan una mayor divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* del accionista dominante, un nivel de endeudamiento superior, una mayor rentabilidad económica y mayor riesgo de mercado. Si bien, las empresas con vínculos políticos tienen un consejo de administración con una antigüedad media significativamente menor que las firmas que carecen de nexos con el ámbito político. No obstante, las empresas políticamente conectadas y las

que carecen de este tipo de vínculos no difieren en términos de oportunidades de crecimiento, rentabilidad de mercado de las acciones y riesgo económico.

Finalmente, el análisis descriptivo se completa en el Panel D, que presenta las correlaciones entre las variables incluidas en el estudio empírico, indicando que la multicolinealidad no es un problema que afecta a las subsiguientes regresiones. Si bien, se realiza un test formal para asegurar que la multicolinealidad no está presente en nuestro estudio empírico. En concreto, se calcula el Factor de Inflación de la Varianza (VIF) para cada una de las variables independientes incluidas en el modelo a estimar. El mayor valor VIF es 1.49, siendo la media de 1.26, ambos valores están muy por debajo de 5, valor indicativo de la posible presencia de multicolinealidad de acuerdo con Studenmund, (1997). Consecuentemente, puede concluirse que la multicolinealidad no es un problema en nuestra investigación.

**Tabla 3.1. Estadísticos descriptivos**

Panel A. Conexiones Políticas												
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012			
Empresas políticamente conectadas (%)	50.57	55.43	54.00	55.36	53.57	54.63	57.69	56.44	52.53			
Consejeros políticos (%)	16.03	15.91	14.50	13.69	14.81	14.56	14.81	14.98	15.59			
Panel B. Estadístico Descriptivo Variable Dicotómica												
PRESI_DUAL (%)	71.67											
Panel C. Estadístico Descriptivo. Variables Continuas												
<i>Empresas con conexiones políticas (N= 454)</i>												
	Media	D.T.	Mediana	Media	D.T.	Mediana	<i>t-Test</i>					
DIVERG	4.79	7.82	0	3.54	6.24	0	2.74***					
TAMAÑO	14.55	1.87	14.66	13.17	1.59	13.13	12.32***					
ROA	0.05	0.1	0.06	0.04	0.12	0.05	2.2**					
MTB	3.5	18.2	1.83	3.13	7.2	1.63	0.36					
VOTO	31.62	20.8	24.16	32.96	21.31	25.83	-1.09					
DEUDA	0.64	0.21	0.65	0.62	0.22	0.61	2.09**					
ANTIGÜEDAD_CONSEJO	6.1	3.5	5.68	6.9	5.16	5.28	-2.45**					
RENT_ACCIÓN	0.08	0.63	0.01	0.07	0.70	0	0.82					
RIESGO_ROA	0.05	0.07	0.02	0.04	0.05	0.02	1.61					
RIESGO_ACCIÓN	0.55	0.95	0.36	0.45	0.98	0.32	1.77**					
Panel D. Matriz de correlaciones												
	POLÍTICOS	DIVERG	TAMAÑO	ROA	MTB	VOTO	DEUDA	ANTIGÜEDAD_CONSEJO	RENT_ACCIÓN	PRESI_DUAL	RIESGO_ROA	VIF
POLÍTICOS												
DIVERG	0.086**											1.28
TAMAÑO	0.36***	0.297***										1.17
ROA	0.06**	0.074*	0.16***									1.63
MTB	0.01	0.074*	-0.02	0.10***								1.46
VOTO	-0.03	0.297***	0.09***	0.05*	0.02							1.19
DEUDA	0.06**	0.02	0.23***	-0.16***	0.02	0.12***						1.17
												1.49

Continuación en la siguiente página



## 4.2. ANÁLISIS MULTIVARIANTE

Las regresiones han sido estimadas utilizando el Método Generalizado de los Momentos (GMM) desarrollado por Arellano y Bond (1991), incorporando las correcciones propuestas por Arellano y Bover (1995) y Blundell y Bond (1998). En este sentido, se han realizado las estimaciones de GMM en niveles y en dos etapas. Así, la estimación en dos etapas permite estimar regresiones con errores robustos a la heterocedasticidad, y la estimación en niveles, introducida por dichos autores mejora el estimador original mediante la combinación de un conjunto de ecuaciones en primeras diferencias con niveles retardados de las variables como instrumentos adicionales. De este modo, la metodología permite abordar el problema de heterogeneidad y el problema de endogeneidad. El primero, es superado modelizándolo con un efecto individual que es eliminado realizando las primeras diferencias de las variables. El segundo, es superado mediante la utilización como instrumentos de las variables independientes los retardos de las mismas. La consistencia de las estimaciones proporcionadas por el GMM, por tanto, depende de la ausencia de correlación serial de segundo orden en los residuos de las primeras diferencias y de la validez de los instrumentos. Para comprobar posibles errores en la especificación del modelo, utilizamos el estadístico de Hansen a fin de determinar la existencia de correlación entre los instrumentos y los residuos. A continuación, se examina el estadístico  $m^2$  desarrollado por Arellano y Bond (1991) para probar la ausencia de correlación serial de segundo orden en los residuos de la primera diferencia. Por último, se realiza la prueba de Wald para la significación conjunta de los coeficientes reportados ( $z_1$ )<sup>6</sup>.

El análisis de la incidencia de las conexiones políticas en la política de remuneración del consejo de administración se realiza mediante las siguientes especificaciones:

---

<sup>6</sup> Dado que las *dummies* representativas del sector y las *dummies* representativas de los años fueron incluidas en las regresiones de *TOTAL\_REMU* mediante las cuales se obtuvo *EXCESO\_REMU<sub>it</sub>* y *EXCESS\_REMU\_RISK<sub>it</sub>*, respectivamente, no procede considerarlas en las subsiguiente estimaciones.



$$EXCESO\_REMU_{it} = \alpha_0 + \beta_1 POLÍTCOS_{it} + \beta_2 DIVERG_{it} + \beta_3 POLÍTCOS \times DIVERG_{it} + \beta_4 VOTO_t + \beta_5 PRESI\_DUAL_{it} + \epsilon_{it} \quad (\text{Ecuación 1})$$

$$EXCESS\_REMU\_RISK_{it} = \alpha_0 + \beta_1 POLÍTCOS_{it} + \beta_2 DIVERG_{it} + \beta_3 POLÍTCOS \times DIVERG_{it} + \beta_4 VOTO_t + \beta_5 PRESI\_DUAL_{it} + \epsilon_{it} \quad (\text{Ecuación 2})$$

donde  $\epsilon_{it}$  es el término de error para la empresa  $i$  en el año  $t$ .

La Tabla 3.2 reporta los resultados relativos al efecto de las conexiones políticas en el exceso de remuneración del consejo de administración. Los resultados muestran que la presencia de políticos en el consejo afecta negativamente al establecimiento de una remuneración excesiva para el consejo de administración, tanto si se considera el riesgo en la determinación del sobrepago (modelo 1), como si se excluyen las medias de riesgo en su estimación (modelo 2). Estos resultados son consistentes con la *Hipótesis 1b*; esto es, con el empleo de la remuneración del consejo como mecanismo de alineamiento, pues aunque el propietario dominante puede emplear la remuneración del consejo de administración como mecanismo de expropiación, si esta cantidad excede considerablemente de la establecida mediante un contrato óptimo (*e.g.*, Gómez-Mejía y Wiseman, 1997; Core y Larcker, 2002) y ello es percibido por el mercado, la reputación de la firma se verá perjudicada (Bebchuk *et al.*, 2002). En este sentido, en comparación con las empresas no conectadas, las empresas políticamente conectadas afrontan un mayor escrutinio (*e.g.*, Riahi-Belkaoui, 2004; Chaney *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012), lo que incrementa su preocupación por los costes derivados de la pérdida de reputación ante la presencia de conductas expropiatorias realizadas por el propietario dominante mediante el empleo de la política de remuneración. De este modo, un consejo de administración políticamente conectado se asocia a un menor exceso de remuneración del citado órgano de gobierno.

Por otro lado, con el fin de contrastar la *Hipótesis 2*, se ha incluido la interacción *POLÍTCOSxDIVERG*. Así, los resultados indican que en las empresas

políticamente conectadas, la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* del accionista dominante incide positivamente en el exceso de remuneración del consejo de administración, tanto si se considera o no el riesgo en la estimación del sobrepago del consejo. Estos resultados son consistentes con la *Hipótesis 2a*; si bien, el diseño de nuestra investigación no permite discriminar si el incremento del exceso es consecuencia de una conducta oportunista por parte del accionista de control, o bien, de un mayor pago con la intención de retener las ventajas que suponen para la empresa la presencia del consejero político.

Con respecto a las variables de control, el coeficiente de *VOTO* muestra un efecto negativo y significativo en el exceso de remuneración del consejo. Estos resultados sugieren que la propiedad concentrada actúa como mecanismo de control alternativo a la supervisión del consejo, por lo que la remuneración del citado órgano de gobierno será menor (*e.g.* Schimid, 1997; Bryan and Klein, 2004). Finalmente, con respecto a la variable *PRESI\_DUAL*, los resultados indican que el papel dual del presidente del consejo como ejecutivo de la compañía afecta de modo negativo y significativo al exceso de remuneración de consejo de administración. Estos resultados no son consistentes con los signos esperados en base a la literatura previa centrada en el contexto anglosajón (*e.g.*, Harley y Wiggins, 2004; Brick *et al.*, 2006), que sugieren que la dualidad favorece una mayor remuneración del consejo de administración. De este modo, la incidencia negativa del papel dual del presidente del consejo en el exceso de remuneración en España puede ser reflejo de los mayores costes de pérdida de reputación que soporta esta figura en un contexto en el que la coincidencia en la misma persona del principal accionista y el presidente del consejo de administración es elevada.

**Tabla 3.2. Empresas políticamente conectadas y exceso de remuneración del consejo de administración**

	<i>Signo estimado</i>	<i>EXCESO_REMU_RIESGO</i> (1)	<i>EXCESO_REMU</i> (2)
<i>POLÍTICOS</i>	+/-	-46.19*** (-11.82)	-11.29*** (-3.70)
<i>DIVERG</i>	+/-	-7.26*** (-5.76)	-19.28*** (-4.56)
<i>POLÍTICOSxDIVERG</i>	+/-	9.66*** (9.03)	27.72*** (6.02)
<i>VOTO</i>	+/-	-0.929*** (-2.31)	-16.02* (-1.83)
<i>PRESI_DUAL</i>	+	-27.11*** (-6.22)	-76.51** (-2.12)
Constante		-19.37*** (-5.02)	-66.67 (-0.52)
Hansen		104.84 (150)	47.77 (55)
Test m <sup>2</sup>		0.95	0.91
Test z <sub>1</sub>		75.44***	9.61***

*POLÍTICOS*, variable dicotómica que adquiere el valor 1 si al menos uno de los miembros del consejo de administración ha desempeñado un cargo político a nivel local, regional, autonómico, nacional o europeo, y 0 en caso contrario. *PRESI\_DUAL*, Variable dicotómica que toma el valor 1 cuando el presidente del consejo de administración tiene un carácter ejecutivo y cero en caso contrario. *EXCESO\_REMU*, exceso de remuneración del consejo definido como la diferencia entre la remuneración total real y la estimada sin considerar variables de riesgo. *EXCESO\_REMU\_RIESGO*, exceso de remuneración del consejo definido como la diferencia entre la remuneración total real y la estimada considerando variables de riesgo. *DIVERG*, diferencia entre los derechos de voto y *cash flow* en manos del principal accionista de la empresa. \*\*\*, \*\*, \* Estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente. Entre paréntesis, *estadístico-t* basado en errores estándar robustos. Test de Hansen, determina si los instrumentos están correlacionados con los residuos, bajo la Hipótesis nula de que los instrumentos no están correlacionados con los residuos. Test m<sup>2</sup>, determina si existe correlación serial de segundo orden en los residuos de las primeas diferencias. Test z<sub>1</sub>, test de Wald para la significación conjunta de los coeficientes reportados.

#### 4.3. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

En esta sección se reporta el análisis de sensibilidad que permite determinar la robustez de los resultados obtenidos en el presente estudio. En esta línea, se analiza la política de remuneración del consejo de administración empleando medidas alternativas para aproximar la conectividad política. De este modo, se define *POLÍTICOS\_ALTO*, como variable dicotómica que toma el valor 1 si al menos uno de los consejeros ha ocupado un cargo político a nivel nacional o europeo en el pasado, y cero en caso contrario (Bona *et al.*, 2014; Guerra *et al.*, 2014). Asimismo, se incluye *PORC\_POLÍTICOS*, que mide el peso relativo de los consejeros políticos respecto al total de miembros que configuran el consejo de administración.

La Tabla 3.3 muestra los resultados de las estimaciones en las que se analiza el impacto de la presencia de consejeros políticos de alto nivel (modelos 3 y 4), así

como del porcentaje de ex políticos que ocupan un puesto en el consejo de administración (modelos 5 y 6) en la política de remuneración consejo de administración. Los resultados de las estimaciones con *POLÍTICOS\_ALTO* y *PORC\_POLÍTICOS* son consistentes con los resultados reportados en la Tabla 3.2. Además, los coeficientes de *DIVERGxPOLÍTICOS\_ALTO* y *DIVERGxPORC\_POLÍTICOS* son consistentes con los resultados reportados en la Tabla 3.2., de acuerdo con la *Hipótesis 2a*. Esto es, la divergencia influye positivamente en el exceso de remuneración del consejo de administración en presencia de conexiones políticas, ya sea como consecuencia de un mayor pago que refleje una contraprestación derivada de las ventajas aportadas por el consejero político a la empresa, que pueden ser disfrutadas por la totalidad de firmas que configuran la estructura piramidal en la que se integra la empresa políticamente conectada, o bien, como consecuencia del empleo de la política retributiva del consejo de administración como mecanismo de expropiación de rentas, pues tanto la conexión política como la estructura piramidal permiten reducir la exposición y la disciplina ejercida por los mercados de capitales externos ante conductas oportunista del accionista dominante.

**Tabla 3.3. Empresas políticamente conectadas y exceso de remuneración del consejo de administración (Sensibilidad)**

	<i>EXCESO- REMU_RIESGO</i> (3)	<i>EXCESO_REMU</i> (4)	<i>EXCESO- REMU_RIESGO</i> (5)	<i>EXCESS_REMU</i> (6)
<i>POLÍTICOS_ALTO</i>	-17.96*** (-20.18)	-76.37*** (-13.05)		
<i>PORC_POLÍTICOS</i>			-0.965*** (-7.81)	-42.26*** (-7.70)
<i>DIVERG</i>	-9.60*** (-6.19)	-57.98*** (-9.91)	-6.83*** (-3.24)	-27.42*** (-13.15)
<i>DIVERGxPOLÍTICOS_ALTO</i>	10.32*** (14.17)	10.50*** (16.47)		
<i>DIVERGxPORC_POLÍTICOS</i>			0.444*** (16.23)	8.03*** (19.89)
<i>VOTO</i>	-2.47*** (5.108)	-6.46*** (-3.97)	-2.56*** (-6.54)	7.49*** (12.60)
<i>PRESI_DUAL</i>	-31.4*** (-8.74)	-92.63*** (-8.01)	-79.48*** (-20.77)	-17.72*** (-8.02)
Constante	-77.75*** (28.74)	84.47*** (9.57)	11.54*** (-27.95)	56.18*** (16.63)
Hansen	106.02(116)	82.98(82)	102.68(116)	111.47(127)
Test m <sup>2</sup>	0.95	0.97	0.96	0.97
Test z <sub>1</sub>	87.45***	64.85***	56.26***	60.05***

*POLÍTICOS\_ALTO*, variable dicotómica que adquiere el valor 1 si al menos uno de los miembros del consejo de administración ha desempeñado un cargo político a nivel nacional o europeo, y 0 en caso contrario. *PORC\_POLÍTICOS*, peso relativo de los consejeros políticos en el consejo de administración. *PRESI\_DUAL*, Variable dicotómica que toma el valor 1 cuando el presidente del consejo de administración tiene un carácter ejecutivo y cero en caso contrario. *EXCESO\_REMU*, exceso de remuneración del consejo definido como la diferencia entre la remuneración total real y la estimada sin considerar variables de riesgo. *EXCESO\_REMU\_RIESGO*, exceso de remuneración del consejo definido como la diferencia entre la remuneración total real y la estimada considerando variables de riesgo. *DIVERG*, diferencia entre los derechos de voto y *cash flow* en manos del principal accionista de la empresa. *VOTO*, porcentaje de derechos de voto en manos del propietario dominante. \*\*\*, \*\*, \* Estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente. Entre paréntesis, *estadístico-t* basado en errores estándar robustos. Test de Hansen, determina si los instrumentos están correlacionados con los residuos, bajo la Hipótesis nula de que los instrumentos no están correlacionados con los residuos. Test m<sup>2</sup>, determina si existe correlación serial de segundo orden en los residuos de las primeras diferencias. Test z<sub>1</sub>, test de Wald para la significación conjunta de los coeficientes reportados.

## 5. CONCLUSIONES

En este capítulo se ha analizado la remuneración del consejo de administración políticamente conectado en un país de Europa Continental, y por tanto bajo un entorno caracterizado por la presencia de accionistas dominantes (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Faccio y Lang, 2002; Santana y Aguiar, 2006) en el cual el principal conflicto de agencia deriva de la divergencia de intereses entre el propietario dominante y los accionistas minoritarios (*e.g.*, La Porta *et al.*, 2000; Burkat *et al.*, 2003; Villalonga y Amit, 2006; Young *et al.*, 2008). En este contexto, el accionista dominante tiene la habilidad para controlar la composición y el funcionamiento del consejo de administración y, por tanto, su remuneración.

En concreto, se ha examinado cómo la presencia de consejeros que, previamente a su designación, desempeñaron cargos políticos condiciona la política retributiva del consejo de administración. Para ello, se ha empleado el “exceso de remuneración” del citado órgano de gobierno (*e.g.*, Core *et al.*, 1999; Brick *et al.*, 2006; Core *et al.*, 2008; Ertimur *et al.*, 2011; Croci *et al.* 2012 y Chung *et al.*, 2015) con el objetivo de determinar si el sobrepago es consecuencia de potenciales conflictos de agencia asociados a la presencia de consejeros políticos en firmas bajo el control de accionistas dominantes o, por el contrario, es resultado de un mayor incentivo a retener las ventajas asociadas a la conexión política. Asimismo, se ha analizado la incidencia de la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* del accionista dominante en la relación remuneración-conectividad política del consejo de administración, pues en Europa Continental es común que los propietarios dominantes empleen estructuras piramidales para incrementar su poder sobre la firma (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002) a través de una menor inversión (Morck *et al.*, 2004).

La evidencia obtenida señala que el establecimiento de conexiones políticas incide en la retribución del consejo de administración. En particular, la presencia de consejeros políticos afecta negativamente al exceso de remuneración del mencionado órgano de gobierno. Este resultado es consistente con el mayor

escrutinio que afronta la empresa políticamente conectada (*e.g.*, Riahi-Belkaoui, 2004; Chaney *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012), lo que conlleva una mayor preocupación por los costes derivados de la pérdida de reputación como consecuencia de dichos sobrepagos al consejo (Bebchuck *et al.*, 2002). En este sentido, la erosión de la reputación corporativa ante el descubrimiento de este tipo de actuaciones por parte del mercado podría suponer la pérdida de las ventajas asociadas a la conexión política, pues dichos consejeros pueden decidir abandonar la compañía si la conducta de la misma afecta negativamente a su reputación (Yermack, 2004). En consecuencia, los incentivos del accionista dominante para emplear la política retributiva del consejo de administración políticamente conectado como vía de expropiación de rentas a los minoritarios se reducen, evitando establecer contraprestaciones excesivas a fin de legitimar la actuación de la empresa ante el mercado (Bender, 2004) y, con ello, señalar que la conducta corporativa está lejos de ser oportunista.

Respecto a la incidencia de la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* del accionista dominante en el exceso de remuneración del consejo de administración de la empresa políticamente conectada, los resultados indican la existencia de una relación positiva y significativa. Esto es, una mayor divergencia incrementa el exceso de remuneración del consejo de administración en presencia de consejeros políticos. Este resultado puede reflejar la utilización de la política retributiva del mencionado órgano de gobierno como mecanismo de expropiación de rentas (Bebchuck y Fried, 2004) a los minoritarios en presencia de consejeros con antecedentes políticos, pues tanto la estructura piramidal como la conexión política aíslan a la compañía de la disciplina del mercado de capitales, lo que reduce los costes derivados de la utilización de la retribución del consejo como mecanismo de expropiación de rentas a los minoritarios. No obstante, un mayor sobrepago también puede reflejar una mayor preocupación del accionista dominante por la retención de las ventajas que los vínculos políticos del consejero confieren a la firma, pues las diversas ventajas aportadas por la conexión política se expanden a lo largo de la estructura piramidal (*e.g.*, Agrawal y Knoeber, 2001; Faccio, 2006;

Goldman *et al.*, 2009; Duchin y Sosyura, 2012) a la que la empresa conectada políticamente pertenece.

Los resultados alcanzados en este capítulo proporcionan evidencias que señalan que la presencia de conexiones políticas incide en la remuneración del consejo de administración. Así, se evidencia cómo las conexiones políticas afectan a los incentivos del propietario dominante en la determinación de la política de remuneración del consejo de administración. De este modo, esta investigación puede ser de utilidad para reguladores y organismos supervisores en sus esfuerzos por limitar las prácticas expropiatorias instrumentadas a través de retribuciones excesivas de dicho órgano de gobierno.

El presente estudio está sujeto a ciertas limitaciones. En primer lugar, debe citarse la limitación inherente a la dificultad de identificar y medir la conectividad política. Así, se ha considerado como *proxy* de conexión política la presencia de consejeros con antecedentes en el ámbito político en el principal órgano de gobierno de la empresa cotizada. Sin embargo, la vinculación entre la élite política y empresarial puede establecerse mediante otros nexos, como por ejemplo los innatos a vinculaciones familiares o de amistad; si bien, éstos no han sido capturados en el presente trabajo. En segundo lugar, durante el periodo de estudio (2004-2012), no existe publicidad de datos individualizados respecto al nivel y estructura de la remuneración percibida por todos y cada uno de los miembros del consejo de administración y, en consecuencia, no se dispone de información de la remuneración que recibe el consejero políticamente conectado de forma individual como contraprestación por su pertenencia al citado órgano de gobierno. Esta limitación nos ha impedido analizar la influencia de las conexiones políticas en la retribución del consejero políticamente conectado de modo directo.

Asimismo, este trabajo abre futuras líneas de investigación en el estudio de la remuneración del consejo de administración políticamente conectado en un entorno caracterizado por una estructura de propiedad concentrada, en el cual los incentivos de los accionistas dominantes en relación con el establecimiento de



dichas políticas retributivas adquieren un protagonismo esencial. En esta línea, podría ampliarse el presente estudio analizando la incidencia del exceso de remuneración del consejo de administración en presencia de conexiones políticas ante la existencia de propietarios dominantes de diferente naturaleza (familias, entidades bancarias, fondos de inversión, etc.). Además, sería de interés examinar cómo los consejeros políticos inciden en la determinación de la estructura o composición de la remuneración que perciben los miembros del mencionado órgano de gobierno, esto es, en el componente fijo y variable. Finalmente, la Circular 4/2013, de 12 de junio, de la CNMV, establece el formato estandarizado el Informe Anual de Remuneraciones (IAR), así permite obtener información individualizada de los miembros del consejo de administración de las empresas cotizadas españolas a partir del ejercicio 2013. No obstante, en la actualidad los datos disponibles son insuficientes para la elaboración de una investigación completa en este sentido; así, en un futuro sería posible analizar la remuneración del consejero político del mismo modo que se ha analizado la remuneración de consejeros independientes o externos.

**ANEXO.**

**Cuadro A.1. Definición de variables**

<b>Nombre de la variable</b>	<b>Definición</b>
<i>Remuneración del consejo</i>	
<i>TOTAL_REMU</i>	Remuneración total del consejo medida como la relación entre la compensación global del consejo y el número de consejeros.
<i>EXCESO_REMU</i>	Exceso de remuneración del consejo definido como la diferencia entre la remuneración total real y la estimada sin considerar variables de riesgo.
<i>EXCESO_REMU_RIESGO</i>	Exceso de remuneración del consejo definido como la diferencia entre la remuneración total real y la estimada considerando variables de riesgo.
<i>Conexiones políticas</i>	
<i>POLITICOS</i>	Variable dicotómica que toma el valor 1 cuando en el consejo de administración al menos un consejero ha ocupado un cargo político a nivel local, autonómico, estatal o europeo, en caso contrario, toma el valor cero.
<i>POLITICOS_ALTO</i>	Variable dicotómica que toma el valor 1 cuando en el consejo de administración al menos un consejero ha ocupado un cargo político a nivel estatal o europeo, en caso contrario toma el valor cero.
<i>PORCT_POLITICOS</i>	Porcentaje de consejeros que han ocupado un cargo político a nivel local, autonómico, estatal o europeo sobre el total de miembros del consejo de administración.
<i>Gobierno de la empresa</i>	
<i>DIVERG</i>	Diferencia entre los derechos de voto y <i>cash flow</i> en manos del propietario dominante.
<i>VOTO</i>	Porcentaje de derechos de voto en manos del propietario dominante.
<i>PRESI_DUAL</i>	Variable dicotómica que toma el valor 1 cuando el presidente del consejo de administración tiene un carácter ejecutivo y cero en caso contrario.

*Continuación en la siguiente página*

*Continuación*

---

<i>Características económicas</i>	
<i>RENT_ACCIÓN</i>	Rentabilidad anual del precio de la acción.
<i>ROA</i>	Rentabilidad de la empresa definida como la relación entre el resultado antes de intereses e impuestos y los activos totales de la empresa.
<i>DEUDA</i>	Nivel de endeudamiento medido mediante la ratio de la deuda total entre los activos totales de la empresa.
<i>MTB</i>	Ratio precio-valor contable definida como la relación entre el precio de mercado de los recursos propios y su valor contable.
<i>TAMAÑO</i>	Logaritmo de los activos totales de la empresa.
<i>ANTIGÜEDAD_CONSEJO</i>	Edad media de los miembros del consejo de administración.
<i>RIESGO_ROA</i>	Riesgo económico de la empresa definido como la desviación típica de las primeras diferencias en la rentabilidad económica de la empresa (ROA) de los 5 años precedentes.
<i>RIESGO_ACCIÓN</i>	Riesgo de la acción medido a través de la desviación típica de las primeras diferencias en el precio de las acciones de los 5 años precedentes.

---

**Tabla A.1. Remuneración Total del Consejo de Administración según determinante económicos**

	<i>TOTAL_REMU_RIESGO</i>	<i>TOTAL_REMU</i>
<i>ROA</i>	0.75* (1.73)	0.69** (1.73)
<i>DEUDA</i>	-0.07 (-0.30)	-0.09 (-0.40)
<i>TAMAÑO</i>	0.41*** (13.18)	0.39*** (11.48)
<i>MTB</i>	0.002** (2.05)	0.002** (2.03)
<i>RENT_ACCIÓN</i>	-0.05 (-0.81)	-0.03 (-0.55)
<i>ANTIGÜEDAD_CONSEJO</i>	0.02* (1.79)	0.023** (2.03)
<i>RIESGO_ROA</i>	0.30 (0.51)	
<i>RIESGO_ACCIÓN</i>	0.06** (2.39)	
Efecto sector	<i>Si</i>	<i>Si</i>
Efecto año	<i>Si</i>	<i>Si</i>
Constante	-1.05** (-2.50)	-0.94** (-2.13)
F	21.81***	23.19***

*TAMAÑO*, logaritmo de los activos totales de la empresa. *ROA*, rentabilidad económica de la empresa definida como la relación entre el resultado antes de intereses e impuestos y los activos totales de la empresa. *MTB*, ratio precio-valor contable definido como la relación entre el precio del mercado de los recursos propios y su valor contable. *DEUDA*, nivel de endeudamiento medido mediante el cociente entre la deuda total y los activos totales de la empresa. *ANTIGÜEDAD\_CONSEJO*, edad o antigüedad media de los consejeros. *RENT\_ACCIÓN*, rentabilidad anual del precio de la acción. *RIESGO\_ROA*, riesgo económico de la empresa definido como la desviación típica de las primeras diferencias en la rentabilidad económica de la empresa (ROA) de los 5 años precedentes. *RIESGO\_ACCIÓN*, riesgo de la acción medido a través de la desviación típica de las primeras diferencias en el precio de las acciones de los 5 años precedentes. \*\*\*, \*\*, \* Estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente. Entre paréntesis, estadístico-t basado en errores estándar robustos

---

# CONCLUSIONES

---

El estudio de la vinculación entre las élites políticas y empresariales realizado en la presente tesis doctoral ha permitido extraer diversas conclusiones que se exponen a continuación. De este modo, la existencia de propietarios dominantes que ostentan el control efectivo de la empresa, su naturaleza y el modo en el que ejercen dicho control efectivo inciden en la probabilidad de establecer vínculos con el poder político, así como en el efecto de dicha conectividad política en el valor de firma y en la toma de decisiones corporativas relevantes, como las relativas al diseño de la estructura financiera y la determinación de la política retributiva del consejo de administración.

En esta línea, los resultados de la presente investigación sugieren que el nivel de voto y la naturaleza del accionista dominante, así como el ejercicio del control efectivo de la empresa por parte de dicho accionista a través de una estructura piramidal, afectan a la probabilidad de designar a ex cargos políticos como miembros del consejo de administración. Adicionalmente, nuestros resultados evidencian una relación positiva entre la presencia de ex cargos políticos en el consejo y el valor de la empresa.

En este sentido, los resultados obtenidos sugieren que la concentración de la propiedad y la estabilidad en el control facilitan el establecimiento de vínculos entre los propietarios dominantes y la élite política a través de canales privados, reduciéndose la necesidad de designar explícitamente a ex cargos políticos como miembros del consejo de administración para lograr dicha vinculación con la esfera política, pues dicho rol puede ser desempeñado directamente por el accionista de control, evitando así el mayor escrutinio público inherente al establecimiento de conexiones políticas explícitas.

Asimismo, las evidencias proporcionadas en el primer ensayo sugieren la existencia de una relación positiva entre la conectividad política y el valor, tanto en las empresas controladas por familias, como en aquéllas en las que el control efectivo se ejerce a través de una estructura piramidal. En las empresas controladas por familias, el horizonte de inversión largoplacista característico de esta tipología empresarial y el mayor escrutinio promovido por la presencia de conexiones políticas se traduce en una mayor preocupación por la reputación, lo que conlleva una reducción de los incentivos del accionista dominante a la expropiación de rentas a los minoritarios. En las empresas en las que el control efectivo se ejerce a través de una estructura piramidal, aumenta la preocupación por la reputación debido a que las ventajas que proporciona la conexión política se extienden a todas las firmas que configuran el grupo piramidal. Sin embargo, la relación entre conexión política y valor empresarial se torna negativa cuando el accionista de control es de naturaleza bancaria. Dicho resultado es consistente con el aumento de los incentivos del accionista dominante de naturaleza bancaria a realizar actividades alejadas de la maximización de valor a largo plazo cuando la empresa incorpora conjuntamente las ventajas de la conexión política con una mayor facilidad para acceder a la financiación bancaria. De otra parte, los resultados evidencian que un consejo administración políticamente conectado incide positivamente en el valor de la compañía independientemente del ámbito en el que el cargo público desempeñó en el pasado su actuación (internacional, nacional, regional o local), de tal modo que la aportación que realiza el político no está

condicionada por la esfera en la que surge su vínculo con el poder político. Asimismo, el incremento de valor asociado a la presencia de consejeros políticos es independiente del tipo de consejero políticamente conectado (dominical, independiente o ejecutivo), pudiendo este resultado ser indicativo del papel que fundamentalmente desempeñan este tipo de consejeros en la empresa, pues independientemente de su labor como profesionales independientes, representantes de accionistas dominantes o del equipo ejecutivo, su rol se asociaría principalmente a la intermediación con la esfera política a favor de la compañía. No obstante, se detecta una relación en forma de U invertida (+/-) entre la antigüedad del político en el citado órgano de gobierno y el valor de la empresa, sugiriendo que los nexos políticos que éste posee como resultado de su función pública previa se deterioran con el paso del tiempo. Finalmente, nuestros resultados muestran una relación en forma de U (-/+ ) entre la participación en la propiedad del consejero políticamente conectado y el valor de la empresa, pudiendo éstos indicar que la preocupación e implicación del político en la creación de valor es mayor a medida que sus intereses se alinean con el resto del accionariado.

Nuestro segundo ensayo muestra que las conexiones políticas inciden en el nivel de endeudamiento de la empresa, siendo la naturaleza del propietario dominante un factor clave en el signo de la citada relación. Así, cuando la empresa está controlada por una familia, las conexiones políticas afectan positivamente al nivel de deuda, consistente con el argumento de que los vínculos con el poder político reducen la aversión al riesgo de la empresa familiar. No obstante, cuando la firma está controlada por un banco, la conexión política reduce el nivel de endeudamiento, en concordancia con la utilización de los recursos proporcionados por la conexión política, en lugar de la deuda, como fuente de financiación al objeto de evitar la dilución de su control dominante.

Por su parte, nuestro tercer ensayo se centra en la relación entre la presencia de conexiones políticas en el consejo de administración y la política retributiva del citado órgano de gobierno. Los resultados obtenidos ponen de manifiesto que la presencia de ex cargos políticos en el consejo de administración afecta a la política



retributiva de dicho órgano. En particular, la conectividad política de los consejeros incide negativamente en el establecimiento de una remuneración excesiva para el consejo de administración. Dichos resultados se encuentran en línea con el empleo de la remuneración del mencionado órgano de gobierno como mecanismo de alineamiento, pues el mayor escrutinio que afronta la empresa políticamente conectada reduce los incentivos del accionista dominante al empleo de la remuneración del consejo de administración como mecanismo de expropiación de rentas a los minoritarios. Sin embargo, nuestros resultados revelan una incidencia positiva entre la presencia de consejeros que previamente desempeñaron cargos políticos y el exceso de remuneración del consejo a medida que aumenta la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* del propietario dominante. Este resultado podría ser consecuencia de una mayor necesidad del accionista de control de retener las ventajas derivadas de la conexión política, utilizando como mecanismo de retención la retribución del consejo de administración, pues ante la presencia de divergencia se aprecia un efecto amplificador de dichas ventajas, al extenderse a todas las empresas que configuran el grupo piramidal. No obstante, dichos resultados también podrían ser consistentes con el empleo de la retribución del consejo de administración como mecanismo de expropiación de rentas a los minoritarios, dado que la conjunción de la conectividad política y la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* del principal accionista posibilitan el acceso a otras fuentes de financiación alternativas a los mercados de capitales externos; esto es, las proporcionadas por la conexión política y los mercados de capitales internos generados como resultado del empleo de estructuras piramidales. De este modo, se reduce la dependencia y el poder sancionador de los mercados de capitales externos ante conductas alejadas de la maximización de valor por parte del accionista dominante.

Finalmente, la investigación plasmada en el presente documento abre nuevas líneas de investigación futuras en relación con los vínculos entre el ámbito político y el empresarial, así como en relación al modo en el que dichos vínculos inciden en el comportamiento corporativo. En este sentido, sería de interés seguir profundizando

en la relación entre conexión política y control familiar, considerando aspectos como la generación al frente de la gestión o la presencia de diversas ramas familiares. Además, puede ser relevante analizar la presencia de conexiones políticas ante la celebración de pactos parasociales entre grandes accionistas. Del mismo modo, el estudio de la incidencia de la conectividad política en la estructura de capital de la firma podría ampliarse mediante el análisis del efecto de dicha conexión en el coste de la deuda o en la emisión de activos en mercados internacionales. Asimismo, la investigación de la incidencia de la presencia de consejeros políticos en la remuneración del consejo de administración sería susceptible de ampliación, por ejemplo, mediante el estudio del exceso de remuneración de dicho órgano de gobierno considerando la naturaleza del propietario dominante de las empresas políticamente conectadas.

---

# REFERENCIAS

---

- Adams, R., y Ferreira, D., 2008. Do directors perform for pay? *Journal of Accounting and Economics* 46, 154–171.
- Agrawal, A. y Knoeber, C.R., 2001. Do some outside directors play a political role? *Journal of Law and Economics* 44, 179-198.
- Almazán, A. y Suárez, A., 2003. Entrenchment and Severance Pay in Optimal Governance Structures. *The Journal of Finance* 58(2), 519-547.
- Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A.K. y Kaserer, C., 2013. Capital structure decisions in family firms empirical evidence from a bank-based economy. *Review of Managerial Science*, en prensa.
- Amoako-Adu, B. y Smith, B.F., 2001. Dual class firms: capitalization, ownership structure and recapitalization back into single class. *Journal of Banking & Finance* 25, 1083-1111.
- Andreas, J.M., Rapp, M.S. y Wolff, M., 2012. Determinants of director compensation in two-tier systems: evidence from German panel data. *Review of Managerial Science* 6(1), 33-79.
- Anderson, R.C. y Reeb, D.M., 2003a. Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance* 58, 1301-1327.
- Anderson, R.C. y Reeb, D.M., 2003b. Founding-family ownership, corporate diversification, and firm leverage. *Journal of Law and Economics* XLVI, 653-684.
- Anderson, R.C., Mansi, S.A. y Reeb, D.M., 2004. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics* 37, 315–347.
- Arellano, M. y Bond, S., 1991. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economics Studies* 58, 277-297.
- Arellano, M. y Bover, O., 1995. Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics* 68, 29-51.
- Bai, C., Lu, J., y Tao, Z., 2005. An Empirical Study on the Access to Bank Loans by Private Enterprises in China". *Working Paper*.
- Banker, R.D. y Datar, S.M., 1989. Sensitivity, precision, and linear aggregation of signals for performance evaluation. *Journal of Accounting Research* 27, 21-39.
- Barak, R., Cohen, S. y Lauterbach, B., 2011. The effect of CEO pay on firm valuation in closely held firms. *International Corporate Governance, Advances in Financial Economics* 14, 19-42.
- Barkema, H.G. y Gómez-Mejía, L.R., 1998. Managerial Compensation and Firm Performance: A General Research Framework. *Strategic Management Journal* 41, 135-145.

- Barontini, R. y Bozzi, S., 2008. Executive compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies. *Working paper*.
- Barontini, R. y Bozzi, S., 2012. CEO Compensation and Performance in Family Firms. *Working Paper*.
- Barucci, E. y Mattesini, F., 2008. Bank shareholding and lending: Complementarity or substitution? Some evidence from a panel of large Italian firms. *Journal of Banking and Finance* 32, 2237–2247.
- Bebchuk, L. y Fried, J., 2004. Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economics Perspectives* 17, 371-392.
- Bebchuk, L., Fried, J y Walker, D., 2002. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *National Bureau of Economics Research*, WP: 9068.
- Bebchuk, L., Kraakman, R. y Triantis, G., 2000. Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Cost of Separating Control from Cash Flow Rights in Concentrate Corporate Ownership. R. Morck (Ed.) *Chicago: University of Chicago Press*.
- Bebchuk, L., Reinier, K. y Triantis, G., 1998. Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separation Control From Cash Flow Rights. *Working Paper*.
- Beck, T., Levine, R. y Loayza, N., 2000. Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics* 58, 234-300.
- Bender, R., 2004. Why Do Companies Use Performance-Related Pay for Their Executive Directors? *Corporate Governance: An International Review* 12(4), 521-533.
- Benston, G., 1994. Universal banking. *Journal of Economic Perspectives* 3, 121–143.
- Berger, P., Ofek, E. y Yermack, D., 1997. Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance* 52, 1411–1438.
- Bertrand, M. y Schoar, A., 2006. The role of family in family firms. *Journal of Economic Perspectives* 20, 73–96.
- Blanes i Vidal, J., Draca, M. y Fons-Rosen, C., 2012. Revolving Door Lobbyists. *The American Economic Review* 102(7), 3731-3748.
- Bliss, M.A. y Gul, F.A., 2012. Political connection and leverage: Some Malaysian evidence. *Journal of Banking & Finance* 36, 2344-2350.
- Blundell, R. y Bond, S., 1998. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics* 87, 115-143.

- Bona Sánchez, C., Pérez Alemán, J. y Santana Martín, D.J., 2011a. Defense measures and earnings management in an owner dominant context. *Journal of Business Finance & Accounting* 38, 785-793.
- Bona Sánchez, C., Pérez Alemán, J. y Santana Martín, D.J., 2011b. Ultimate ownership and earnings conservatism. *European Accounting Review* 20, 57-80.
- Bona Sánchez, C., Pérez Alemán, J. y Santana Martín, D.J., 2013. Control Institucional dominante y capacidad informativa de los resultados contables. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 159, 371-394.
- Bona Sánchez, C., Pérez Alemán, J. y Santana Martín, D.J., 2014. Politically connected firms and earnings informativeness in the controlling versus minority shareholders context: European evidence. *Corporate Governance: An International Review* 22, 330-346.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A. y Maksimovic, V., 2001. Capital structure in developing countries. *Journal of Finance* 56, 87-130.
- Boubakri, N., Cosset J.C. y Saffar, W., 2008. Political connections of newly privatized firms. *Journal of Corporate Finance* 14, 654-673.
- Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D. y Saffar, W., 2012. Political connections and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance* 18, 541- 559.
- Boyd, B., 1994. Board Control and CEO Compensation. *Strategic Management Journal* 15, 335-344.
- Boyd, B., 1996. Determinants of US outside director compensation. *Corporate Governance: An International Review* 4, 202-211.
- Brick, I., Palmon, O. y Wald, J., 2006. CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance* 12, 403-423.
- Bryan S. y Klein, A., 2004. Non-management director options, board characteristics, and future firm investments and performance. *Working paper*.<sup>2</sup>
- Bryan, S., Hwang, L. y Lilien, S., 2000a, Compensation of outside directors: an empirical analysis of economic determinants, *Working paper*.
- Bryan, S., Hwang, L. y Lilien, S., 2000b, CEO Stock-based compensation: an empirical analysis of incentive-intensity, relative mix, and economic determinants. *The Journal of Business* 73, 661-693.
- Buchanan, B., 1974. Building Organizational Commitment: The Socialization of Managers in Work Organizations. *Administrative Science Quarterly* 19, 533-546.
- Bugeja, M., Fohn, S. y Matolcsy, Z., 2014. Determinants of levels and changes in non-executive director compensation. *Accounting & Finance, forthcoming*.

- Burkart, M., Panunzi, F. y Shleifer, A., 2003. Family firms. *Journal of Finance* 58, 2167-2201.
- Cabeza, L. y Gómez, S., 2008. Family ownership and pyramids in the Spanish market. *Family Business Review* 20, 247-265.
- Cestone, G. y Fumagalli, C. 2005. The strategic impact of resource flexibility in business group. *Journal of Economics* 36, 193-214.
- Chaney, P.K., Faccio, M. y Parsley, D., 2011. The quality of accounting information in politically connected firms. *Journal of Accounting and Economics* 51, 58-76.
- Charumilind, C., Kali, R. y Wiwattanakantang, Y., 2006. Connected lending: Thailand before the financial crisis. *The Journal of Business* 79, 181–218.
- Chen, C., Li, Z., Zu, X. y Sun, Z., 2011. Rent-seeking incentives, corporate political connections, and the control structure of private firms: Chinese evidence. *Journal of Corporate Finance* 17, 229-243.
- Cheng, S., 2008. Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics* 87, 157-176.
- Cheung, Y-L, Stouraitis, A. y Wong, A.W.S., 2005. Ownership concentration and executive compensation in closely held firms: evidence from Hong Kong. *Journal of Empirical Finance* 12(4), 511–532.
- Chhaochharia, V. y Grinstein, Y., 2009. CEO Compensation and Board Structure. *The Journal of Finance* LXIV(1), 231-260.
- Cho, M.H., 1998. Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 47, 103-121.
- Chung, H., Judge, W. y Li, Y-H., 2015. Voluntary disclosure, excess executive compensation, and firm value. *Journal of Corporate Finance* 32, 64-90.
- Claessens, S., Djankov, S. y Lang, L., 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
- Claessens, S., Djankow, S., Fan, J. y Lang, L., 1999. Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asian Corporations. *Working Paper*.
- Claessens, S., Djankow, S., Fan, J. y Lang, L., 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance* 57, 2741-2771.
- Claessens, S., Feijen, E. y Laeven L., 2008. Political connections and preferential access to finance: the role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics* 88,554–580.
- Colpan, A.M. y Yoshikawa, T., 2012. Performance Sensitivity of Executive Pay: The Role of Foreign Investors and Affiliated Director in Japan. *Corporate Governance: An International Review* 20(6), 547-561.
- Cordeiro, J., Vilyath, R. y Erasmus, E., 2000. An empirical investigation of the

- determinants of outside director compensation. *Corporate Governance: An International Review* 8(3), 268-279.
- Cordeiro, J. y Veliyath, R., 2003. Beyond pay for performance: a panel study of the determinants of CEO compensation. *American Business Review* 21, 56–66.
- Core, J., Holthausen, R. y Larcker, D., 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51, 371–406
- Core, J. y Larcker D., 2002. Performance Consequences of Mandatory Increases in Executive Stock Ownership. *Journal of Financial Economics* 64(3), 317-340.
- Core, J., Wayne, G. y Larcker, D., 2008. The power of the pen and executive compensation. *Journal of Financial Economics* 88, 1-25
- Cooper, M.J., Gulen, H. y Ovtchinnikov, A.V., 2010. Corporate political contributions and stock returns. *Journal of Finance* 65, 687-724.
- Croci, E., Gonenc, H. y Ozcan, N., 2012. CEO compensation, family control, and institutional investors in Continental Europe. *Journal of Banking & Finance* 36, 3318-3335.
- Cuervo, A., 1991. Los grupos empresariales bancarios. *Papeles de Economía Española* 49, 237-245.
- Cuervo, A., 2002. Corporate governance mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance: An International Review* 10, 84-93.
- Cuervo-Cazurra, A., 1999. Grandes accionistas y beneficios privados: el caso de bancos como accionistas de empresas no financieras. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa* 5, 21–44.
- Cyert, R.M., Kang, S-H. y Kumar, P., 2002. Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation. *Management Science* 48(8), 453-469.
- Cyert, R.M., Kang, S-H., Kumar, P. y Shan, A., 1997. Corporate governance and the level of CEO compensation. *Working Paper*.
- Dahya, J., Dimitrov, O. y McConnell, J.J., 2008. Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics* 87, 73-100.
- Daines, R. y Klausner, M., 2001. Do IPO charters maximize firm value? Antitakeover protection in IPOs. *The Journal of Law, Economics & Organization* 17, 83-120.
- David, P., Kochhar, R. y Levitas, E., 1998. The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation. *Academy of Management Journal* 41, 200-208.



- De Andrés, P., Azofra, V., y López, F.J., 2005. Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review* 13(2), 197-210.
- DeAngelo, H. y Masulis, R.W., 1980. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics* 8, 3-29.
- DeAngelo, H. y Roll, R., 2015. How Stable Are Corporate Capital Structure? *The Journal of Finance* 70(1), 373-418.
- De Miguel, A., Pindado, J. y De La Torre, C., 2004. Ownership structure and firm value: New evidence from Spain. *Strategic Management Journal* 25, 1199-1207.
- Demsetz, H. y Villalonga, B., 2001. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance* 7, 209-233.
- Desai, M.A., Foley, C. y Hines, J.R. 2004. A multinational perspective on capital structure choice and internal capital markets. *Journal of Finance* 59, 2451-2487.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. y Shleifer, A., 2008. The Law and Economics of Self-Dealing. *Journal of Financial Economics* 88, 430-65.
- Doucouliafos, H., Haman, J. y Askary, S., 2007. Directors' remuneration and performance in Australian banking. *Corporate Governance: An international Review* 15 (6), 1363-1383.
- Du, J. y Dai, Y., 2005. Ultimate Corporate Ownership Structures and Capital Structures: evidence from East Asian economies. *Corporate Governance: An international Review* 13, 60-71.
- Duchin, R. y Sosyura, D., 2012. The politics of government investment. *Journal of Financial Economics* 106, 24-48.
- Durnev, A. y Kim, E.H., 2005. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. *Journal of Finance* 60, 1461-1493.
- Edwards, J. y Ogilvie, S., 1996. Universal banks and German industrialization: A reappraisal. *Economy History Review* 49, 427-446.
- Eisenhardt, K. M., 1989. Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review* 14, 57-74.
- Eisler, K. 2007. Hired Guns: The City's 50 Top Lobbyists. *The Washingtonian Magazine*, 1 de Junio de 2007.
- Elston JA, Goldberg LG (2003) Executive compensation and agency costs in Germany. *Journal of Banking & Finance* 27, 1391-1410.
- Ertimur, Y., Ferri, F. y Muslu, V., 2011. Shareholder Activism and CEO Pay. *The Review of Financial Studies* 24(2), 535-592.
- Ertugrul, M. y Hegde, S., 2008. Board compensation practices and agency cost of debt. *Journal of Corporate Finance* 14, 512-531.

- Faccio, M., 2006. Politically-connected firms. *American Economic Review* 96, 369-386.
- Faccio, M., 2010. Differences between politically connected and no connected firms: a cross-country analysis. *Financial Management* 39, 905-927.
- Faccio, M., Masulis, R.W. y McConnell, J.J., 2006. Political connections and corporate bailouts. *Journal of Finance* 61, 2597-2635.
- Faccio, M. y Lang, L., 2002. The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65, 365-395.
- Faccio, M., Lang, L. y Young, L., 2001. Dividends and Expropriation, *American Economic Review* 91, 54-78.
- Faccio, M., Lang, L. y Young, L., 2007. Debt and expropriation. Purdue CIBER, *Working paper*.
- Faccio, M. y Parsley, D.C., 2009. Sudden deaths: taking stock of geographic ties. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44, 683-718.
- Fagernäs, S., 2008. How do family ties, boards and regulation affect pay at the top? Evidence for Indian CEOs. *Working paper*.
- Fama, E.F., 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy* 88, 288-307.
- Fama, E.F., y French, K.R., 2002. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *Review of Financial Studies* 15, 1-33.
- Fama, E.F. y Jensen, M.C., 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26, 301-326.
- Fan, J.P.H. y Wong, T.J., 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics* 33, 401-425.
- Farrell, K., Friesen G. y Hersch P., 2008, How do firms adjust director compensation? *Journal of Corporate Finance* 14, 153-162.
- Fernández, Z., 2001. Las relaciones Banca-Industria: Un tiempo para la revisión. *Economía Industrial* 341, 13-24.
- Ferreira, M.A. y Matos, P., 2008. The colors of investors' money: the role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics* 88, 499-533.
- Firth, M., Fung P.M.Y. y Rui, O.M., 2007. How ownership and corporate governance influence chief executive pay in China's listed firms. *Journal of Business Research* 60, 776-785.

- Firth, M., Malatesta, P.H., Xin, Q. y Xu, L., 2012. Corporate investment, government control, and financing channels: evidence from China's listed companies. *Journal of Corporate Finance* 18, 433-450.
- Fisman, R., 2001. Estimating the value of political connections. *American Economic Review* 91, 1095-1102.
- Foro Económico Mundial, 2014. The Global Competitiveness Report 2013-2014. [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_GlobalCompetitivenessReport\\_2013-14.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2013-14.pdf). Fecha de última consulta, 20 de septiembre de 2015.
- Francis, J., Schipper, K. y Vicent, L., 2005. Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of Accounting and Economics* 39, 329-360.
- Frank, M.Z. y Goyal, V.K., 2003. Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics* (February), 217-248.
- Fraser, D.R., Zhang, H. y Derashid, C., 2006. Capital structure and political patronage: The case of Malaysia. *Journal of Banking & Finance* 30, 1291-1308.
- Frinkelstein, S. y Hambrick, D., 1989. Chief executive compensation: a study of the intersection of markets and political processes. *Strategic Management Journal* 10, 121-134.
- García Meca, E. 2015. Political connections, gender diversity and compensation policy. *Review of Managerial Science*, forthcoming.
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli y M., Bender, A., 2005. The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data. *European Financial Management* 11(1), 51-69.
- Gaver, J. y Gaver, K., 1993. Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics* 16, 125-160.
- Gaver, J. y Gaver, K., 1995. Compensation policy and the investment opportunity set. *Financial Management* 24, 19-32.
- Goldman, E., Rocholl, J. y So, J., 2009. Do politically connected boards affect firm value? *The Review of Financial Studies* 22, 2331-2360.
- Gómez-Mejía, L.R. y Wiseman, R.M., 1997. Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook. *Journal of Management* 23, 291-374.
- González, V.M. y González, F., 2008. Influence of bank concentration and institutions on capital structure: New international evidence. *Journal of Corporate Finance* 14, 363-375.
- Gul, F.A., 2006. Auditors' Response to Political Connections and Cronyism in Malaysia. *Journal of Accounting Research* 44, 931-963.

- Guerra Pérez, S., Bona Sánchez, C. and Santana Martín, D.J. 2014. Politically connected firms in Spain. *Business Research Quarterly*, forthcoming.
- Hadi, A., 1994. A modification of a method for the detection of outliers in multivariate samples. *Journal of the Royal Statistical Society* 56, 393-396.
- Harley, R. y Wiggins R.A., 2004. Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics* 73, 497-524.
- Hartzell, J. y Starks, L.T., 2003. Institutional investors and executive compensation. *Journal of Finance* 58, 2351-2374.
- Haw, I., Hu, B., Hwang, L. y Wu, W., 2004. Ultimate ownership, income management, and legal, and extra-legal institutions. *Journal of Accounting Research* 42, 423-462.
- Hempel, P., Fay, C., 1994. Outside director compensation and firm performance. *Human Resource Management* 3(1), 111-133.
- Hermalin, B.E. y Weisbach, M.S., 1988. The determinants of board composition. *The RAND Journal of Economics* 19, 589-606.
- Hermalin, B.E. y Weisbach, M.S., 1998. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review* 88, 96-118.
- Jensen, M.C, 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, M.C. y Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, M.C., Murphy, K.J., 1990. Performance pay and top-management incentives. *Journal of political economy* 98(2), 225-264.
- John, K., Meran, H. y Qian, Y., 2010. Outside monitoring and CEO compensation in the banking industry. *Journal of Corporate Finance* 16, 383-399.
- John, K. y Qian, Y., 2003. Incentive features in CEO compensation in the banking industry. *Economic Policy Review* 9, 109-121.
- Johnson, S., La Porta, R., López de Silanes, F. y Shleifer, A., 2000. Tunneling. *The American Economic Review* 90(2), 22-27
- Johnson, S. y Mitton, T., 2003. Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia. *Journal of Financial Economics* 67, 351-382.
- Kato, T., Kim, W. y Lee, J.H., 2007. Executive compensation, firm performance, and Chaebols in Korea: evidence from new panel data. *Pacific-Basin Finance Journal* 15, 36-55.
- Katz, R., 1982. Project Communication and Performance: An Investigation into the Effects of Group Longevity. *Administrative Science Quarterly* 27, 81-104.

- Khanna, T. y Palepu, K., 2000. Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups. *Journal of Finance* 55, 867-891.
- Khwaja, A.I. y Mian, A., 2005. Do lenders favor politically connected firms? Rent seeking in an emerging financial market. *Quarterly Journal of Economics* 120, 1371-1411.
- Kester, W.C., 1992. Industrial groups as systems of contractual governance. *Oxford Review of Economic Policy* 8, 24-44.
- Kim, K.A., Kitsabunnarat-Chatjuthamard, P. y Nofsinger, J.R., 2007. Large shareholders, board independence, and minority shareholders right: evidence from Europe. *Journal of Corporate Finance* 13, 859-880.
- King, M.R. y Santor, E., 2008. Family values: ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking & Finance* 32, 2423-2432.
- Kroszner, R. y Strahan, P., 2001. Bankers on boards: Monitoring, conflicts of interest and lender liability. *Journal of Financial Economics* 62, 415-452.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R., 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F. y Shleifer, A., 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54, 471-517.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R., 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Finance* 58, 3-27.
- Larcker, D., E. So, y C. Wang, 2013, Boardroom centrality and firm performance. *Journal of Accounting and Economics* 55, 225-250.
- Leary, M.T. y Roberts, M.R., 2014. Do peer firms affect corporate financial policy? *Journal of Finance* LXIX, 139-178.
- Lee, K., 2007. Corporate voluntary disclosure and the separation of cash flow rights from control rights. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 28, 393-416.
- Lemmon, M.L., Roberts, M.R. y Zender, J.F., 2008. Back to the beginning: persistence and the cross-section of corporate capital structure. *The Journal of Finance* 63, 1575-1608.
- Lemmon, M.L. y Zender, J.F. 2010. Debt Capacity and Test of Capital Structure Theories. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 45(5), 1161-1187.
- Leuz, Ch. y Oberholzer-Gee, F., 2006. Political relationships, global financing, and corporate transparency: evidence from Indonesia. *Journal of Financial Economics*. 81, 411-439.
- Li, H., Meng, L., Qian, W. y Zhou, L., 2008. Political connections, financing and firm performance: evidence from Chinese private firms. *Journal of Development Economics* 87, 283-299.

- Linn, S., y Park, D., 2005. Outside director compensation policy and the investment opportunity set. *Journal of Corporate Finance* 11, 680–715.
- Lipton, M. y Lorsch, J., 1992. A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer* 48, 59–77.
- López-Iturriaga, F, Gacía-Meca, E. y Tejerina-Gaite, F., 2015. Institutional directors and board compensation Spanish evidence. *Business Research Quarterly* 18(3), 161-173.
- López, F.J. y Rodríguez, J.A., 2001. Ownership structure, corporate value and firm investment: a simultaneous equations analysis of Spanish companies. *Journal of Management and Governance* 5, 179-204.
- Margaritis, D. y Psillaki, M., 2010. Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking and Finance* 34, 621–632.
- Masulis, R. y Mobbs, S., 2014. Independent director incentives: where do talented directors spend their limited time and energy? *Journal of Financial Economics* 111, 406–429.
- Matolcsy, Z., y Wright, A., 2011. CEO compensation structure and firm performance. *Accounting and Finance* 51, 745–763.
- McConnell, J.J. y Servaes, H., 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.
- Mehran, H., 1995. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 38, 163-184.
- Miller, G.S., 2004. Discussion of What Determines Corporate Transparency. *Journal of Accounting Research* 42, 253-268.
- Morck, R., 2009. The riddle of great pyramids. *National Bureau of Economics Research*, WP: 14858.
- Morck, R., Shleifer, A. y Vishny, R.W., 1988. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Morck, R., Stangeland, D.A. y Yeung, B., 2000. Inherited wealth, corporate control and economic growth: The Canadian Disease. En Morck, R. (Ed.), *Concentrated Corporate Ownership*. University of Chicago Press, Chicago.
- Morck, R. y Yeung, B., 2004. Family control and the rent-seeking society. *Entrepreneurship Theory and Practice* 28, 391-409.
- Morck, R., Wolfenzon, D. y Yeung, B., 2004. Corporate governance economic entrenchment and growth. *National Bureau of Economics Research*, WP: 10692.
- Murphy, K.J. 1985. Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis, *Journal of Accounting and Economics* 7, 1-32.

- Myers, S.C., 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics* 5, 147–175.
- Ochoa, J., 1998. Efectos de la participación bancaria en la propiedad de las empresas no financieras sobre la trayectoria de estas últimas. *Estudios Empresariales* 97, 4–7.
- Ogden, J.P y Wu, S., 2013. Reassessing the effect of growth options on leverage. *Journal of Corporate Finance* 23, 182-195.
- Ovtchinnikov, A.V., 2010. Capital structure decisions: Evidence from deregulated industries. *Journal of Financial Economics* 95, 249-274.
- Ozkan, N., 2007. Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies. *Journal of Multinational Financial Management* 17, 349–364.
- Paligorova, T. y Xu, Z., 2012. Complex ownership and capital structure. *Journal of Corporate Finance* 18, 701-716.
- Perry, T. 1996. Incentive compensation for Outside Directors. Working Paper, University of North Carolina at Chapel Hill (January)
- Perry, T. 1999. Incentive Compensation for Outside Directors and CEO Turnover. *Working Paper*.
- Pindado, J., Requejo, I. y de la Torre, Ch., 2012. Do family firms use dividend policy as a governance mechanism? Evidence from the Euro zone. *Corporate Governance: An International Review* 20, 413-431.
- Qian, M., Pan H. y Yeung, B., 2011. Expropriation of minority shareholders in politically connected firms. SSRN, WP: 1719335.
- Rajan, R.G. y Zingales, L., 1995. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, *Journal of Finance* 50, 1421-1460
- Rajan, R. y Zingales, L., 2003. Protecting Capitalism from the Capitalists-Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity. Crown, New York, NY.
- Rampini, A.A. y Viswanathan, S., 2013. Collateral and capital structure. *Journal of Financial Economics* 109, 466-492.
- Recomendación de la Comisión Europea (2004/913/CE), de 14 de diciembre de 2004, relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de las empresas con cotización en bolsa.
- Recomendación de la Comisión Europea (2005/162/CE), de 15 de febrero de 2005, relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de consejos de administración o de supervisión, aplicables a las empresas que cotizan en bolsa.

Recomendación de la Comisión Europea (2009/384/CE), de 30 de abril de 2009, relativa a las políticas de remuneración en el sector de los servicios financieros.

Recomendación de la Comisión Europea (2009/385/CE), de 30 de abril de 2009, que complementa las Recomendaciones 2004/913/CE y 2005/162/CE relativas al sistema de remuneración de los consejeros de las empresas que cotizan en bolsa.

Renders, A. y Gaeremynck, A., 2012. Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies. *Corporate Governance: An International Review* 20(2), 125-143.

Riahi-Belkaoui, A., 2004. Politically-connected firms: are they connected to earnings opacity? *Research in Accounting Regulation* 17, 25-38.

Ruiz, M.V. y Santana, D.J., 2009. Ultimate institutional owner and takeover defenses in the controlling versus minority shareholders context. *Corporate Governance: An International Review* 17, 238-254.

Ruiz, M.V. y Santana, D.J., 2011. Dominant institutional owners and firm value. *Journal of Banking & Finance* 35, 118-129.

Ryan, H.E y Wiggins, R.A., 2004. Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics* 73, 497-524.

Sacristán Navarro, M. y Gómez Ansón, S., 2007. Family ownership and pyramids in the Spanish market. *Family Business Review* 20, 247-265.

Sánchez Marín, G., Baixauli Soler, J.S. y Lucas Pérez, M.E., 2011. Ownership structure and board effectiveness as determinants of TMT compensation in Spanish listed firms. *Journal of Business Economics and Management* 12(1), 92-109.

Sánchez Marín, G., Baixauli Soler, J.S. y Lucas Pérez, M.E., 2013. Retribución de los altos directivos y gobierno corporativo en las empresas cotizadas españolas. *Universia Business Review* 37, 16-30.

Santana Martín, D.J. y Aguiar-Díaz, I., 2006. El último propietario de las empresas cotizadas españolas. *Cuadernos de Economía y de Dirección de la Empresas* 26, 47-72.

Santana Martín, D.J., Aguiar-Díaz, I. y Díaz Díaz, N.L., 2009. Último propietario y medidas defensivas en España. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 38, 399-422.

Santana Martín, D.J., Bona Sánchez, C. y Pérez Alemán, J., 2007. Estructura de propiedad y capacidad informativa de los resultados contables. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 133, 55-72.

Sapp, S.G., 2008. The impact of Corporate Governance on Executive Compensation. *European Financial Management* 14(4), 710-746.



- Schmid, T., 2013. Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family firms. *Journal of Banking & Finance* 37, 257-272.
- Schmid F.A., 1997. Vorstandsbezüge, Aufsichtsratsvergütung und Aktionärsstruktur. *ZfB* 67, 67-83.
- Schneider-Lenné, E., 1992. Corporate control in Germany. *Oxford Review of Economic Policy* 8, 11-23.
- Seifert, B., Gonce, H. y Wright, J., 2005. The international evidence on performance and equity ownership by insiders, blockholders, and institutions. *Journal of Multinational Financial Management* 15, 171-191.
- Shan, Y.G., 2013. Can internal governance mechanisms prevent asset appropriation? Examination of type I tunneling in China. *Corporate Governance: An International Review* 21 (3), 225-241.
- Shin, J. y Seo, J., 2011. Less pay and more sensitivity? Institutional investor heterogeneity and CEO pay. *Journal of Management* 37(6), 1719-174.
- Shleifer, A. y Vishny, R., 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52, 737-784.
- Smith, C.W. y Watts, R.L., 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend and financing policies. *Journal of Financial Economics* 32, 262-292.
- Stafsudd, A., 2009. Corporate networks as informal governance mechanisms: a small worlds approach to Sweden. *Corporate Governance: An International Review* 17, 62-76.
- Steinherr, A. y Huveneers, C.H., 1994. On the performance of differently regulated financial institutions: some empirical evidence. *Journal of Banking & Finance* 18, 271-306.
- Strebulaev, I.A. y Yang, B., 2013. The mystery of zero-leverage firms. *Journal of Financial Economics* 109, 1-23.
- Studenmund, A.H., 1997. *Using Econometrics: A Practical Approach*. Addison-Wesley, Reading, MA.
- Tejerina, F. y Fortuna, J.M., 2002. La participación de las entidades de crédito en el gobierno de las empresas no financieras. *Análisis Financiero* 87, 26-36.
- Titman, S. y Wessels, R., 1998. The determinants of capital structure choice, *Journal of Finance* (March), 1-40.
- Tosi, H.L. y Gomez-Mejia, L.R., 1994. CEO compensation monitoring and firm performance". *Academy of Management Journal*, Vol. 37, p. 1002-1016.
- Transparency International, 2013. Corruption perceptions index. <https://www.transparency.org/cpi2013/results>. Fecha de última consulta 14 de

septiembre de 2015.

Transparencia Internacional España, 2014. Una evaluación del Lobby en España: Análisis y Propuestas.

[http://webantigua.transparencia.org.es/estudio\\_lobby/spain\\_lobbying\\_esp\\_final.pdf](http://webantigua.transparencia.org.es/estudio_lobby/spain_lobbying_esp_final.pdf). Fecha de última consulta, 20 de septiembre de 2015.

Urzúa, F., 2009. Too few dividends? Groups' tunneling through chair and board compensation. *Journal of Corporate Finance* 15, 245-256.

Vafeas, N. 1999. Determinants of the Adoption of Directors Incentive Plans. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 14(4), 453-474.

Vafeas, N., 2003. Length of board tenure and outside director independence. *Journal of Business Finance & Accounting* 30, 1043-1064.

Vance, S., 1983. *Corporate Leadership: Boards, Directors, and Strategy* (McGraw Hill, New York).

Villalonga, B. y Amit, R., 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80, 385-417.

Walter, I., 1997. Universal banking: A shareholder value perspective. *European Management Journal* 15, 344-360.

Werner, S., Tosi, H.L. y Gomez-Mejia, L.R., 2005. Organizational governance and employee pay: How the ownership structure affects the firm's compensation strategy. *Strategic Management Journal* 26, 377-384.

Williamson, O. 1995. *The economic institutions of capitalism*. New York. Free Press.

Yeh, Y.H. y Woidtke, T., 2005. Commitmen or entrenchment? Controlling shareholders and board composition. *Journal of Banking and Finance* 29, 1857-1885.

Yermack, D., 2004. Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors. *The Journal of Finance* 59, 2281-2308.

Young, M.N., Peng, M.W., Ahlstrom, D., Bruton, G.D., Jian, Y., 2008. Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies* 45, 196- 220.

Zoido, M., 1998. Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas. *Investigaciones Económicas* 22, 427-467. Fecha de última consulta 21 de septiembre de 2015.

Eurobarómetro 2013. [http://ec.europa.eu/spain/pdf/eb80\\_es\\_es\\_nat\\_ann.pdf](http://ec.europa.eu/spain/pdf/eb80_es_es_nat_ann.pdf). Fecha de última consulta 21 de septiembre de 2015.

Anti-Corruption report 2014. [http://ec.europa.eu/dgs/home-affairs/e-library/documents/policies/organized-crime-and-human-trafficking/corruption/docs/acr\\_2014\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/dgs/home-affairs/e-library/documents/policies/organized-crime-and-human-trafficking/corruption/docs/acr_2014_en.pdf).



**Las Palmas de Gran Canaria. 2015**