

# UNIVERSIDAD DE BURGOS

## ESCUELA DE DOCTORADO

### TESIS DOCTORALES

**TÍTULO:** CALIFICACIÓN CREDITICIA, ESTRUCTURA DE PROPIEDAD DE LA EMPRESA Y CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN: UN ANÁLISIS INTERNACIONAL

**AUTORA:** PERLA MORALES, LUNA  
**PROGRAMA DE DOCTORADO:** ECONOMÍA DE LA EMPRESA

**FECHA LECTURA:** 27/11/2015  
**HORA:** 12:30

**CENTRO LECTURA:** FACULTAD CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES. SALÓN DE GRADOS  
**DIRECTOR/ES:** FÉLIS JAVIER LÓPEZ ITURRIAGA  
**TRIBUNAL:** VALENTÍN AZOFRA PALENZUELA  
ÓSCAR LÓPEZ DE FORONDA PÉREZ  
MYRIAM GARCÍA OLALLA  
JOSÉ LÓPEZ GRACÍA  
JUAN PEDRO SÁNCHEZ BALLESTA

**RESUMEN:** La gran influencia de los problemas de reparto de información en los mercados de capitales explica el destacado papel que las agencias de calificación crediticia (*rating*) desempeñan para atenuar las asimetrías informativas. Dado ese marco de análisis, la pregunta de investigación que se aborda en esta tesis es conocer el efecto del gobierno corporativo en la valoración de la calidad crediticia de la empresa, medida a través de sus *ratings* de crédito en un contexto internacional.

Dada su naturaleza estándar y sus posibilidades de comparación las calificaciones crediticias tienen la ventaja de ser interpretadas de forma homogénea en mercados muy diversos y por distintos agentes. En ese sentido, se puede afirmar que el *rating* de crédito atenúa las asimetrías informativas y, por tanto, mitiga los conflictos de intereses entre los diversos partícipes en el proceso de financiación. Las dificultades inherentes a esa tarea han hecho que en los últimos años las agencias de calificación crediticia se hayan visto envueltas en debates y hayan surgido dudas acerca de la imparcialidad de sus calificaciones.

Es precisamente ese nudo de intereses, a veces divergentes, de los distintos inversores el punto de engarce de esta tesis al dar entrada a los mecanismos de gobierno corporativo que tratan de salvaguardar los legítimos intereses de cada parte. Concretamente analizamos hasta qué punto el funcionamiento del consejo de administración y de la estructura de propiedad tiene su reflejo en la calificación crediticia de la empresa. Y dado que ambos mecanismos, de carácter interno, operan en el contexto del entorno institucional y legal del país, es ya tradicional caracterizar este entorno desde la perspectiva jurídico-financiera (el enfoque de *Law & Finance* siguiendo la terminología originaria) en la que los países quedan adscritos a dos grandes tradiciones legales: la de ley común -básicamente extendida por los países anglosajones- y la de ley civil. El origen de este distinto perfil radica en la asimétrica protección de los derechos de los inversores, hallándose los mencionados derechos mejor garantizados en los países de ley común que en sus homólogos de ley civil. Por ello, también analizamos el efecto del origen legal y de la protección de los derechos de los acreedores en el riesgo crediticio de la empresa.

Para el contraste de las nueve hipótesis que planteamos, se ha construido una muestra con datos de 1.522 calificaciones crediticias obtenidas de *Moody's Investors Service* y 1.293 de *Standard and Poor's* otorgadas a 254 empresas de 18 países europeos durante el período 2004-2011. Y el modelo usado es el logit ordenado.

Nuestros resultados confirman la relevancia del consejo de administración como mecanismo de gobierno corporativo. Así, se observa que el tamaño del consejo de administración ejerce un efecto significativo y dual en la calidad de crédito de las empresas. Primero, un mayor número de consejeros favorece la calidad crediticia, pudiendo deberse a la mejor supervisión, pero, superado un umbral, los problemas de comunicación y coordinación en consejos sobredimensionados provocan un incremento en el riesgo crediticio de la empresa. Además, en coherencia con la tendencia internacional, los resultados muestran una relación positiva entre la independencia en los consejos y la calidad de crédito de las empresas. Diríase que los consejeros independientes moderan el riesgo de crédito de la empresa y, de algún modo, actúan como garantes de la capacidad de reembolso de los fondos ajenos. En contraposición con ese punto, se detecta una mejor calificación crediticia cuando existe una coincidencia entre los puestos de director general de la compañía y presidente del consejo de administración. Dadas las recomendaciones de buen gobierno en favor de la separación de ambos cargos, una posible explicación es que las agencias de calificación crediticia valoran también el liderazgo y la capacidad de aunar esfuerzos a que conduce la coincidencia de ambas funciones. Finalmente, en relación con el consejo de administración, el análisis empírico pone de manifiesto una percepción por parte de *Moody's* y *Standard and Poor's* de que la participación femenina en los consejos reduce el riesgo de crédito y favorece el cumplimiento de las obligaciones financieras. Creemos que la distinta aversión al riesgo entre hombres y mujeres puede desembocar en una estrategia corporativa menos arriesgada en empresas con mayor proporción de consejeras, lo que se traduciría en una mejor calificación crediticia.

Por lo que respecta a la repercusión de la estructura de propiedad, es de destacar el efecto negativo de la concentración de propiedad en la calificación de crédito, dado que puede conducir al atrincheramiento del accionista o accionistas controladores y anteponer sus intereses a los de otros aportantes de fondos como son los acreedores. Por otro lado, el nivel de contestación al accionista mayoritario resulta en un evidente beneficio de la calidad de crédito de la empresa. Así, se puede afirmar que las agencias de crédito valoran un control accionarial repartido y la dilución de una excesiva concentración del control a fin de dar entrada a los derechos de los acreedores y salvaguardar la solvencia de la empresa. Por último, el análisis muestra que la participación bancaria en la propiedad de la empresa redundaba en una reducción del riesgo de crédito, de manera que la doble función de los bancos como acreedores y accionistas parece permitirles equilibrar los intereses de ambos grupos de inversores. Esto sugiere que la identidad de los principales accionistas reviste importancia y que la presencia de los bancos en el accionariado facilita el cumplimiento de las obligaciones financieras.

Nuestro tercer y último bloque de conclusiones se centra en la repercusión que, sobre la calidad de crédito de las empresas, puede tener el origen legal y las leyes que protegen los derechos de los acreedores en el país donde operan dichas empresas. En ambos casos los resultados fueron contradictorios. Un mejor entorno legal y la protección de los derechos de los acreedores parecen afectar negativamente a los *ratings* de crédito. Creemos que esta discrepancia puede estar motivada por la necesidad de

incorporar elementos adicionales del entorno institucional. En esencia, no sólo se trata de considerar el grado de protección de los inversores, sino hasta qué punto dicha protección es efectiva y si la calidad del gobierno permite asegurar en la práctica la protección de los acreedores.

Entre las principales limitaciones de nuestro trabajo, hemos de citar en primer lugar, la necesidad de contrastar la sensibilidad de los resultados ante mediciones alternativas de los intervalos de los *ratings* de crédito. También cabría ampliar el ámbito de estudio a otras áreas geográficas e institucionales y ahondar en los mecanismos de gobierno corporativo, ya sea incorporando otros o incluyendo nuevas dimensiones de los aquí analizados. Finalmente, sería importante incorporar otras variables relacionadas con el marco institucional y legal del país, recogiendo su orientación hacia los intermediarios o hacia los mercados de capitales y la efectividad del cumplimiento de las leyes.

**Palabras clave:** calificación crediticia, calidad crediticia, riesgo de crédito, consejo de administración, estructura de propiedad, origen legal, gobierno corporativo, marco institucional.