

LA PARTICIPACIÓN BANCARIA EN ESTRUCTURAS DE PROPIEDAD CON GRANDES ACCIONISTAS

M^º José Casasola Martínez y Josep A. Tribó Giné ¹

Departamento de Economía de la Empresa
Universidad Carlos III Madrid

*XI Foro de Finanzas (Alicante)
Junio, 2003*

¹ M^º José Casasola Martínez. Departamento de Economía de la Empresa. Universidad Carlos III Madrid C/Madrid 126. 28903 Getafe (Madrid). Email: casasola@emp.uc3m.es. Tfno: +34 916249892. Fax: +34 916249608

Josep A. Tribó Giné. Departamento de Economía de la Empresa. Universidad Carlos III Madrid C/Madrid 126. 28903 Getafe (Madrid). Email: joatribo@emp.uc3m.es Tfno: +34 916249321. Fax: +34 916249608

LA PARTICIPACIÓN BANCARIA EN ESTRUCTURAS DE PROPIEDAD CON GRANDES ACCIONISTAS

Resumen

En este trabajo analizamos el comportamiento de las entidades de crédito (EDC) en estructuras con grandes accionistas, analizando el tipo de estructuras que forman y el efecto que esto pueda tener en la rentabilidad de las empresas. Encontramos que cuando el mayor accionista es una EDC o lo son los dos mayores, se produce un efecto negativo en la rentabilidad; sin embargo, esto no es así cuando sólo el segundo lo es. Justificamos estos resultados de acuerdo a la existencia de un comportamiento expropiador por parte de las EDC.. Para ello, utilizamos un panel de datos de SABE para el período 1996-1999.

Palabras clave: Gobierno corporativo, Grandes accionistas, Entidades de crédito

LA PARTICIPACIÓN BANCARIA EN ESTRUCTURAS DE PROPIEDAD CON GRANDES ACCIONISTAS

1. INTRODUCCIÓN

La literatura acerca de la estructura de propiedad de las empresas ha ampliado su tradicional visión sobre el problema de agencia que tiene lugar entre directivos y accionistas dentro de la corporación para pasar a analizar el conflicto de intereses que puede surgir entre los grandes y los pequeños accionistas². En este contexto, la cuestión que suscita interés es la de tratar de prevenir la transferencia de recursos o expropiación de beneficios de la empresa por parte del accionista mayoritario que detenta el control. Este problema, sin duda, se incardina dentro de la disyuntiva más general que surge entre el control interno por parte de los accionistas mayoritarios y el control externo que realiza el mercado (Shleifer y Vishny, 1997).

La literatura tradicional sobre estructura de propiedad considera las estructuras más concentradas como aquellas que están caracterizadas por la presencia de un gran accionista frente a otros muchos más dispersos (Shleifer y Vishny, 1986; Demsetz y Lehn, 1985 y Berglof 1990). En este marco de definición, obviamente, no pueden abordarse aspectos de tipo estratégicos ligados a las coaliciones entre accionistas con participaciones significativas en la empresa. Sin embargo, recientemente, un grupo de trabajos considera estos aspectos estratégicos a partir del estudio de estructuras de propiedad compuestas por varios grandes accionistas (Bloch y Hege, 2001; Gomes y Novaes, 1999 y Bennedsen y Wolfenzon, 2000). Una idea común en estos últimos trabajos, es que las estructuras formadas por varios grandes accionistas parecen ayudar a reducir el problema de expropiación que sufren los accionistas minoritarios. En este contexto aparecen sendos efectos que van en sentido contrapuesto. Por un lado, puede darse un efecto de coalición entre los mayores accionistas que acaban detrayendo recursos públicos de la empresa para obtener beneficios privados. Pero, por otro lado, en la medida que los accionistas mayoritarios sean de tipo heterogéneo, con intereses muy diversos, se pueden producir fácilmente desacuerdos entre ellos respecto de las decisiones de expropiación, lo que acaba protegiendo al accionista minoritario.

Relacionado con esta última idea, en España ha habido en los últimos años una notable discusión sobre las bondades y perjuicios de los *núcleos duros* en las empresas, es decir, estructuras accionariales formadas por un reducido grupo de accionistas mayoritarios. Este tipo de estructuras se han caracterizado, además, por el importante papel desempeñado en ellas por las entidades de crédito.

En esta línea, el presente trabajo aborda el estudio de los determinantes así como del efecto de la presencia de diversas entidades de crédito en formas accionariales constituidas por varios grandes accionistas. Consideramos que éste es un tema de interés en el caso español, puesto que, por una parte, su sistema de financiación está orientado principalmente hacia la banca, y, por otra parte, se ha producido en los últimos años un importante aumento de la participación de las entidades de crédito en

² Desde la aportación original del trabajo de Berle y Means (1932) muchos trabajos han estudiado la relación entre los diversos tipos de estructura de propiedad y el efecto que esto tiene sobre la rentabilidad de la empresa.

las estructuras de propiedad de las empresas, principalmente debido a las cajas de ahorros (Sanchís y Soriano, 2001).

Los cambios regulatorios acaecidos en nuestro país, así como la entrada en vigor de diversas normativas comunitarias, han estimulado la presencia de los bancos en general y de las cajas de ahorro en particular, en la estructura de propiedad de las empresas³. La desregulación que ha sufrido el sector financiero en nuestro país, ha generado un aumento de la competencia que sufren las entidades de crédito (Casasola y Tribó, 2003) lo que sin duda ha estimulado la búsqueda de alternativas de inversión al margen de la tradicional labor de concesión de créditos y captación de depósitos. La creación y gestión de carteras de inversión por cuenta propia y ajena está siendo una de las fuentes de negocio más importantes para las instituciones financieras en la década de los 90, de ahí que resulte de notable interés el estudio de los efectos que este hecho tiene en la rentabilidad de las empresas.

Dada la existencia de estudios relacionados con la presencia de comportamientos oportunistas por parte de las entidades de crédito (Weinstein y Yafeh, 1998, Casasola 2003) y la literatura anterior relacionada con el conflicto de intereses que surge en estructuras con grandes accionistas y los accionistas minoritarios, debido a la expropiación que los primeros pueden hacer de los segundo, nos planteamos en este trabajo analizar con mayor profundidad si la presencia de varias entidades de crédito como mayores accionistas está o no relacionada con situaciones favorables a la expropiación de los minoritarios.

Por otra parte, existen varios trabajos en la literatura, para el caso español, que han analizado la influencia que tiene la presencia de una entidad de crédito en las estructuras de propiedad de las empresas sobre sus resultados. Sin embargo, no existe un consenso al respecto. Por un lado, hay trabajos donde se señala que la presencia de un banco como principal accionista reduce la rentabilidad económica de la empresa (Cuervo-Cazurra, 1999). Por otra parte, hay trabajos donde no se encuentra una relación entre la participación bancaria y medidas de rentabilidad de la empresa (Bergés y Sánchez del Villar (1991) y Zoido (1998) con medidas contables). Sin embargo, Zoido (1998), para una submuestra de empresas cotizadas en bolsa, encuentra una relación positiva entre la participación bancaria y resultados (medidos estos a través del valor de mercado). En este debate abierto, nuestro trabajo pretende aportar una evidencia adicional sobre la conexión entre participación bancaria y rentabilidad empresarial, pero tratando de llegar a un nivel más profundo en la caracterización de la estructura de propiedad de las empresas. En particular, la estructura de propiedad se definirá como un vector de diversas componentes en las que aparecerán los registros de las

³ Los cambios sufridos por las participaciones empresariales de las cajas de ahorros, se derivan, entre otros, de los cambios regulatorios referidos, principalmente, al coeficiente de caja que deben mantener y en las inversiones obligatorias que debían llevar a cabo. El Real Decreto 37/1989, de 13 de Enero, fija el calendario de las disminuciones sucesivas de las inversiones obligatorias hasta su extinción el 31 de Diciembre de 1992. Por su parte el coeficiente de caja se va reduciendo paulatinamente, aunque los excesos de liquidez deben ser invertidos en certificados del Banco de España, con un período de amortización entre 1993 y el año 2000. Estos fenómenos se ven complementados por el hecho de que a finales de lo años ochenta, el principio de territorialidad de las cajas deja de ser una imposición legal y se permite la libertad de expansión de sus oficinas por todo el territorio español (Cals, 1998). Ver Saurinas Salas (1998) y Martín y Vargas (1995) para el estudio más detallado de los cambios acaecidos en el sistema financiero, en general, y los relacionados con la normativa europea.

participaciones de los 10 primeros accionistas, así como el número de entidades de crédito, y las diferencias relativas en las participaciones de éstos. Pensamos que el hecho de incorporar un mayor detalle en la estructura propietaria de las empresas, nos permitirá obtener una medida mejor sobre el poder real de la presencia bancaria en el accionariado de las empresas. Además, podremos caracterizar diversas combinaciones accionariales que involucren a las entidades de crédito, según su posición y la participación como accionistas y estudiar así tanto los efectos que producen en las empresas como si existe algún patrón que justifique la presencia de una u otra combinación accionarial.

Los resultados que obtenemos indican que la presencia de una entidad financiera en empresas en estructuras accionariales entre los mayores accionistas no es necesariamente perjudicial para la rentabilidad de la empresa y depende de cómo sea la composición de la estructura en la que participa. En primer lugar, encontramos que cuando las entidades de crédito aparecen conjuntamente, es más probable que se den las condiciones favorables para que dichas entidades desarrollen un comportamiento oportunista a su favor, pero en perjuicio de los pequeños accionistas (minoritarios). En cuanto al efecto que este comportamiento provoca sobre la rentabilidad, hallamos efectos diversos dependiendo del tipo de estructura final en la que las entidades de crédito aparecen. En particular, cuando una entidad de crédito participa junto con accionistas que no son entidades de crédito en el accionariado mayoritario de la empresa (lo que denominaremos como estructuras heterogéneas), la rentabilidad de la empresa no siempre se verá negativamente afectada si la entidad de crédito no es el máximo accionista. Razonamos este hecho sobre la base de que en tales casos, la probabilidad de que formen un núcleo duro estos accionistas heterogéneos se reduce, ya que al tener naturalezas diferentes, sus objetivos también lo van a ser, lo que incentiva la competencia entre ellos por detentar el control. Esto limita la posibilidad de establecer acuerdos y, por lo tanto, de expropiar a los minoristas, lo que redundaría en un mayor beneficio para la empresa. Sin embargo, cuando la entidad de crédito participa junto con otra entidad financiera, en el accionariado mayoritario de la empresa (lo que denominamos como estructuras de tipo homogéneo), la convergencia de intereses entre ellas sí que favorece la colusión, ya que puede ser más fácil encontrar objetivos comunes, lo que incentiva la expropiación a los minoristas. Esta circunstancia afectará de forma negativa a la rentabilidad de las empresas. Por lo tanto, si una entidad de crédito es el máximo accionista en estas estructuras, encontramos situaciones en las que el efecto en la rentabilidad es negativo; sin embargo, cuando la entidad de crédito es el segundo mayor accionista, no encontramos un efecto negativo sobre la rentabilidad.

El trabajo se estructura en cuatro partes. En el apartado 2, a partir de los estudios tanto teóricos como empíricos elaborados en la línea de nuestra investigación, extraemos las principales conclusiones y planteamos las que van a ser las hipótesis de nuestro estudio. En el apartado 3, presentamos un análisis descriptivo de la muestra. En el apartado 4, recogemos los resultados que encontramos respecto a la presencia de las entidades de crédito en diversas estructuras propietarias, así como el porcentaje de participación que asumen. En el apartado 5, analizamos el comportamiento de las entidades de crédito en aquellas situaciones favorables a la expropiación de los accionistas minoritarios. En el apartado 6, presentamos los modelos econométricos que nos permiten analizar el efecto sobre la rentabilidad de las participaciones bancarias, teniendo en cuenta las diversas estructuras en las que puedan aparecer. Y, finalmente, se

exponen las principales conclusiones y aportaciones de este trabajo a la literatura sobre las relaciones entre banca e industria.

2. MARCO TEÓRICO Y FORMULACIÓN DE HIPÓTESIS

La existencia de estructuras de varios grandes accionistas tiene un doble efecto respecto de la generación de valor para los accionistas. Por una parte, existe un *efecto negociación*, que es positivo, y que hace que los grandes accionistas deban de ponerse unánimemente de acuerdo para tomar decisiones. Así, en la medida en que estos grandes accionistas tengan intereses diferentes no funcionarán como un bloque, lo que decrementará su poder de negociación frente a los accionistas minoritarios. Como consecuencia de esto, la expropiación por los accionistas mayoritarios, mediante la obtención de beneficios privados, a costa de los accionistas minoritarios será más difícil. Esto redundará en la creación de valor para la empresa. Por otra parte, existe un *efecto de desacuerdo*, que es responsable de que proyectos rentables (es decir, con valor presente positivo) no se lleven a cabo ante la dificultad de que los accionistas mayoritarios se pongan de acuerdo para llevar a cabo la inversión en tales proyectos (Gomes y Novaes 1999). Esto, obviamente, destruye valor para la empresa. En este esquema, el interés de los accionistas mayoritarios estará en participar en estructuras más homogéneas donde haya convergencia de intereses para poder, por un lado, expropiar a los accionistas minoritarios y obtener beneficios privados y, por otro lado, evitar más fácilmente los desacuerdos para desarrollar proyectos rentables (con valores actuales positivos). Un caso particular donde esperaríamos que apareciera este comportamiento, es en el caso de las entidades de crédito cuando actúan como accionistas mayoritarios. Partiendo de esta idea postulamos la que constituye la principal hipótesis de nuestro estudio y es que: *“cuando varias entidades de crédito aparecen como grandes accionistas, existe una mayor probabilidad de que se produzca un efecto expropiación por parte de las mismas respecto a los accionistas minoritarios”*. Las entidades de crédito, al participar en las empresas, esperan obtener una serie de beneficios privados en forma de negocio inducido (gestión de nóminas, venta de productos financieros) en unas condiciones ventajosas. Estos beneficios, obviamente, están “costeados” básicamente por los accionistas minoritarios, de ahí que se hable de expropiación de los accionistas mayoritarios respecto de los minoritarios.

Por otro lado, si es cierto que se produce dicho efecto expropiación por parte de las entidades de crédito, entonces es de esperar que se observen una serie de pautas en las estructuras que forman al aparecer conjuntamente, así como en las consecuencias que se derivan de estas estructuras. Los efectos provocados por la existencia de esta posible expropiación se describen a continuación y constituyen las hipótesis a contrastar en nuestro estudio.

La existencia de un comportamiento oportunista por parte de las entidades de crédito nos lleva a pensar que, cuando una entidad de crédito participa en una empresa formando una estructura de propiedad con varios grandes accionistas, es bastante probable que aparezca junto a otras entidades financieras puesto que comparte con ellas una convergencia natural de intereses. Esto define nuestra primera hipótesis.

***Hipótesis 1:** Las entidades de crédito como grandes accionistas, suelen aparecer emparejadas y no en solitario.*

De la misma manera que esperamos que las entidades de crédito prefieran formar parte de estructuras con varios grandes accionistas de tipo homogéneo, también esperamos que dichas entidades muestren un especial interés en tener una participación accionarial no excesivamente importante en estas estructuras. La razón es que si esa participación es muy importante, los costes asociados a la expropiación de los accionistas minoritarios acabarían repercutiendo en las propias entidades bancarias. Esto limitaría los beneficios de las rentas privadas ante el decremento de sus rentas públicas en tanto que accionistas importantes de la empresa. En particular, las rentas que obtienen las entidades de crédito por los negocios inducidos derivados de su participación accionarial (*i.e.* comercialización de seguros con primas por encima del mercado) acaban dañando el valor de las acciones, lo que repercutiría básicamente en las propias entidades financieras si éstas tuviesen participaciones importantes de la empresa. Obviamente, todo esto genera una menor rentabilidad en las empresas con estrechos lazos con bancos tal como señalan trabajos como Cuervo-Cazurra (1998) para el caso español y Weinstein y Yafeh (1998) para el caso japonés. Por lo tanto, esperamos que cuanto mayor sea la concentración de la propiedad en una determinada empresa, menos probable sea encontrar una o varias entidades de crédito entre los mayores accionistas. Esta idea la resumimos en nuestra segunda hipótesis.

***Hipótesis 2:** Existe una relación negativa entre la propiedad en manos de los mayores accionistas y la presencia como primer y/o segundo accionista de una entidad de crédito. Así, las estructuras con dos entidades de crédito como mayores accionistas serán menos probables de existir cuando la propiedad en poder de los accionistas mayoritarios sea mayor.*

Una vez analizado el comportamiento de las entidades de crédito que deciden participar en estructuras con varios grandes accionistas, cabe preguntarse sobre el reparto del poder o de la participación accionarial de los mayores accionistas. En principio, y como indicamos anteriormente, esperamos que cuando los mayores accionistas sean del mismo tipo, es decir, formen parte de estructuras homogéneas (en nuestro caso, ambos sean entidades financieras) exista una mayor predisposición para coaligarse y con ello expropiar al minorista. En tal caso, la forma óptima de distribuir las participaciones entre estos accionistas sería la simétrica, puesto que así ninguno de ellos se vería desfavorecido respecto del otro en los costes asociados a dicha expropiación. Por otra parte, en el caso de estructuras heterogéneas, es decir, en aquellas donde aparecen como mayores accionistas una entidad de crédito y otro agente de tipo no financiero, esperaríamos que el reparto accionarial sea más asimétrico, teniendo en cuenta la naturaleza dispersa de intereses que se espera encontrar en tales estructuras heterogéneas. En este caso, además, al tener agentes de distinta naturaleza y con características diferentes, la diferencia en los porcentajes de participación estimulará la competencia entre los agentes, evitando con ello la formación de coaliciones, e incentivando de esta forma la generación de valor en el seno de la empresa. En consonancia con la idea planteada, encontramos trabajos en la literatura en los que se razona que cuando los accionistas principales presentan características diferentes respecto a la tecnología de supervisión, es óptimo que éstos tengan participaciones más

diferenciadas que cuando los accionistas son más homogéneos (Bloch y Hege, 2001). Siguiendo esta lógica, y teniendo en cuenta que las entidades de crédito son las especialistas en la supervisión de las empresas, esperaremos que la diferencia relativa entre las participaciones empresariales mayoritarias sea superior cuando una institución financiera participe con una institución no financiera como accionistas mayoritarios que cuando lo hace con una institución financiera. Esta idea es la que se recoge en la tercera hipótesis del estudio.

***Hipótesis 3:** En estructuras con varios grandes accionistas de tipo heterogéneo (combinación de una entidad de crédito con otro tipo de accionista), la diferencia en el porcentaje accionarial relativo entre los dos primeros accionistas es mayor que si la estructura es homogénea (formada por dos entidades de crédito o por ninguna).*

Como comentábamos en la introducción de este trabajo, existe la falta de un consenso en la literatura empírica española acerca del efecto beneficioso o perjudicial que provocan las entidades de crédito sobre las empresas en su relación como accionistas. De la misma manera, si nos fijamos en los estudios a nivel internacional, para países cuyo sistema de financiación también está orientado hacia la banca, como son Japón y Alemania, nos encontramos de nuevo una falta de consenso, en cuanto al efecto que la participación bancaria provoca tanto en el coste de la financiación que soportan las empresa como en la rentabilidad final que se genera (Fernández, 2001). En unos casos parece primar más el poder de las entidades de crédito, que les capacita para extraer rentas a las empresas participadas, y en otros, se confirma la capacidad de las entidades de crédito para obtener información correcta sobre la empresa, que se traduce en condiciones contractuales mejores de las que podría proporcionar el mercado. En nuestro caso concreto, nos centramos en el efecto que la participación accionarial de las instituciones financieras (bancos, cajas de ahorros y cooperativas) provoca en la rentabilidad de las empresas. Las investigaciones empíricas efectuadas para el caso español, al igual que las realizadas en Japón y Alemania, no son del todo concluyentes. Como ya apuntábamos antes, hay trabajos donde se señala que la presencia de un banco como principal accionista reduce la rentabilidad económica de la empresa (Cuervo-Cazurra, 1999); otros donde no se encuentra una relación entre ambos (Bergés y Sánchez del Villar (1991), y otros donde se encuentra una relación positiva con medidas de mercado (Zoido (1998), para una submuestra de empresas cotizadas). Para el caso alemán, parece haber un mayor consenso en cuanto a la existencia de una relación positiva entre propiedad bancaria y rentabilidad (Cable, 1985; Gorton y Schmid, 2000). Por otra parte, para el caso japonés, las investigaciones llevadas a cabo tampoco son concluyentes, ya que hay autores que no encuentran relación (Prowse, 1992) y otros más recientes que la encuentran negativa (Morck, et al, 1998). Nakatani (1984) encuentra que aquellas empresas que son clientes de un banco principal, aunque presentan niveles de rentabilidad más estables, estos son inferiores a los de las empresas independientes. Edwards y Nibler (1998)⁴ no encuentran ningún efecto positivo de la participación bancaria en la rentabilidad de las empresas. En esta línea, estudios como los de Weinstein y Yafeh (1998), para el caso japonés, también muestran que los bancos tienden a encarecer los costes de la financiación de las empresas con las que mantienen estrechas relaciones, lo que supone una reducción en la rentabilidad de las mismas.

⁴ Nakatani (1984) y Edwards y Nibler (1998) citados en Salas (2002).

A partir de lo comentado anteriormente, la conjetura que establecemos en este trabajo es que la relación entre rentabilidad y participación bancaria no va a depender tanto de la presencia bancaria sino del tipo de presencia bancaria. Es decir, cuando las instituciones financieras están presentes junto con otras instituciones financieras como accionistas mayoritarios⁵, en ese caso el incentivo a expropiar será muy elevado, dada la mayor facilidad de llegar a un acuerdo entre accionistas de un mismo tipo. Este comportamiento, lógicamente, debería llevar asociado una reducción en la rentabilidad de la empresa. Por el contrario, si una entidad de crédito tiene como compañeros accionistas mayoritarios otras instituciones con intereses muy diferentes (que no son de naturaleza financiera), la posibilidad de formar coaliciones se reduce, por lo que la toma de decisiones debe tener, en este caso, un efecto de crear valor para la empresa y, por lo tanto, un efecto positivo sobre la rentabilidad de la misma. En particular, la empresa disfruta del impacto positivo del *efecto negociación* por la heterogeneidad de los accionistas con intereses diversos que bloquea la expropiación de los minoritarios. Además, la presencia de un especialista en la supervisión (como es el caso de la entidad de crédito), limita el impacto negativo del *efecto de desacuerdo* que genera una ineficiencia de infrainversión, al no ponerse de acuerdo los accionistas en llevar a cabo proyectos que resultan rentables (con valores actuales positivos). La razón es que si existe una entidad de crédito como uno de los mayores accionistas, resulta razonable pensar que se produzca una suerte de delegación de las decisiones de inversión (Diamond 1984) en esta institución (banco) especialista en la supervisión y en la valoración de proyectos. Estas ideas se recogen en la cuarta hipótesis.

Hipótesis 4: *La rentabilidad de las empresas se ve influida positivamente por la presencia de una estructura de propiedad heterogénea en la que uno de los accionistas mayoritarios sea de naturaleza financiera. Sin embargo, esta rentabilidad es negativa en el caso de que ambos accionistas mayoritarios sean entidades de crédito.*

Con todo, y a diferencia de los trabajos encontrados en la literatura, nosotros estudiamos el efecto de la rentabilidad y la participación de las entidades de crédito, desde el punto de vista de la composición de la propiedad y no desde medidas más generales como son la simple presencia o no de bancos, o el porcentaje de participación en manos de las instituciones financieras sin tener en cuenta la importancia relativa respecto de otros accionistas significativos. En este sentido, los resultados que aquí obtenemos suponen un avance en el campo de estudio del control corporativo.

3. ANÁLISIS EMPÍRICO

3.1. Descripción de los datos

El estudio empírico de las hipótesis planteadas anteriormente se ha llevado a cabo mediante el empleo de la base de datos SABE (Sistema de Análisis de Balances Españoles, elaborada por Bureau Van Dijk) para el periodo 1996-1999. Esta base es de carácter anual y recoge la información depositada en el registro mercantil de los estados contables anuales junto a otro tipo de información financiera adicional, incluida la

⁵ Los cuales, además, esperamos que aparezcan cuando la propiedad de los accionistas mayoritarios no sea muy elevada según los argumentos expuestos en la elaboración de nuestra segunda hipótesis

relacionada con la estructura de propiedad, de más de 200.000 empresas españolas. En ellas aparecen representadas empresas de todos los sectores de actividad (con excepción del sector financiero) y de todos los tamaños. Sobre dicha base de datos, aplicamos una serie de filtros comunes⁶ para limpiar nuestra muestra inicial, de forma que el número de empresas diferentes del que disponemos de información sobre su primer accionista es de 3.231 que son las que configuran nuestra muestra, es decir, conocíamos el tipo de accionista (entidad de crédito, empresa o particular), así como su participación. La distribución anual de las mismas a lo largo de los cuatro años del estudio comprende un total de 11.344 observaciones y se recoge en la Tabla IA⁷. La Tabla IB recoge el porcentaje de la distribución sectorial de la muestra. Debemos indicar que en 3.558 de las observaciones (31,36%) sólo tienen un propietario. Por su parte, en 7.261 (64%) observaciones, el primer accionista tiene un porcentaje superior al 50% del capital de la empresa en la que participa, por lo que ejerce el control de la misma. La primera conclusión que se desprende de estos resultados es, como ya se indica en otros trabajos (Crespí et al, 1998; Galvé y Salas, 1994), que existe una alta concentración de la propiedad en el caso de las empresas españolas.

3.2. Descripción de la propiedad accionarial de las empresas españolas.

El gráfico 1⁸ muestra la distribución de la variable que recoge el número de accionistas necesarios para formar un grupo de control. Definimos grupo de control como el conjunto de accionistas necesarios para obtener entre todos un porcentaje de capital de al menos el 50%. Comprobamos como en el 79% de los casos en los que se llegan a crear grupo de control, es suficiente un solo accionista para constituirlo⁹. Por tanto, se corrobora la idea de una elevada concentración en la propiedad accionarial de las empresas españolas, como ya mostraron Crespí *et al* (1998) y Galve y Salas (1994). De esta manera, la presencia de grupos de control está claramente sesgada hacia un número bajo de accionistas significativos¹⁰.

En el gráfico 2, mostramos la distribución de accionistas en el grupo de control, según el tipo (individuo o familia, empresa, ente público, entidad de crédito, capital extranjero). Comprobamos que son las empresas, S.A. o S.L. con un 88% el tipo más significativo. Le siguen las familias o individuos (6%), el Estado u otros entes públicos (3%) y las entidades de crédito (2%). De este resultado se deriva la importancia de propiedad piramidal que Crespí *et al*, (1999) y Galve y Salas (1994) ya ponen de manifiesto, al ser principalmente otras empresas las que adquieren el capital mayoritario del tejido empresarial español¹¹. Un segundo aspecto que cabe destacar es que al igual que en Alemania y Japón hay una notable presencia de propiedad familiar en las

⁶ Eliminamos aquellas observaciones para las que no disponemos de la información sobre la estructura de propiedad acerca del primer accionista. Además, eliminamos todas aquellas para las que algunas variables contables tomen valores extraordinariamente atípicos.

⁷ Ver Tablas del texto en Apéndice A.

⁸ Ver Gráficos en Apéndice B.

⁹ El porcentaje de observaciones donde el número de accionistas necesarios para constituir el grupo de control es de 5 o superior, se reduce a niveles del 4 por 1000.

¹⁰ Se considera accionista relevante aquel con más de un 5% del capital, dada su influencia en la toma de decisiones y en el control de la empresa (Galve y Salas, 1993; Crespí, 1998).

¹¹ Este fenómeno también se da en el resto de países continentales europeos y Japón, pero no en el caso anglosajón.

empresas. Por otra parte, la presencia del Estado en las empresas españolas, se ha ido reduciendo a lo largo de la década pasada debido, principalmente, al proceso de privatizaciones. Por último, las entidades de crédito, aparecen también en los grupos de control con un porcentaje del 2%.

Los gráficos 3 y 4 presentan la tipología de accionistas que figuran entre los dos mayores para todas las empresas de la muestra. El primer caso coincide prácticamente con el gráfico 2 habida a cuenta que casi el 80% de los grupos de control tiene un único accionista. Respecto de la tipología del segundo accionista, podemos observar la mayor importancia que tienen las entidades de crédito así como las familias en relación al primer accionista.

..

El gráfico 5, como una primera muestra de la distribución de la propiedad entre los primeros accionistas, presenta la proporción de observaciones en la muestra donde los accionistas principales poseen más de un 5% del capital empresarial (que es el umbral que fijamos para considerar que un accionista es relevante (Galve y Salas, 1993; Crespí, 1998)), teniendo en cuenta la posición que ocupan según su propiedad. Observamos que si bien la práctica totalidad de los principales accionistas del grupo de control tienen más del 5% de propiedad, sólo la mitad de los que ocupan el puesto como quinto accionista poseen más de un 5 % del capital. Esta clara asimetría pone de manifiesto la alta concentración de la propiedad. En este sentido, y dada la influencia relevante que este tipo de accionistas puede ejercer sobre el control y la toma de decisiones de las empresas, nos preguntamos sobre la tipología de quienes sustentan dicho control. El gráfico 6 muestra la tipología de los accionistas con más de un 5% del capital teniendo en cuenta la posición que ocupan en el orden de propiedad (es decir, si son el primero, el segundo, ...); sólo consideramos las posiciones de los diez accionistas principales. Como ya observábamos antes, cabe destacar la importancia de la propiedad corporativa (en manos de otras empresas), así como la propiedad familiar. Además, el gráfico 6 nos muestra la importancia creciente de las entidades de crédito como accionista no principal con más de un 5% del capital. En términos relativos, las entidades de crédito como accionistas relevantes con más de un 5% del capital, tienen un peso más importante a partir del segundo accionista.

3.3. Descripción por tamaño y sector de las empresas participadas por entidades de crédito.

Teniendo en cuenta que en el presente trabajo nos centramos en el estudio de la presencia y los efectos de las entidades de crédito en estructuras de propiedad con varios grandes accionistas, es interesante describir la empresa-tipo que está participada por entidades de crédito. Con tal objeto presentamos en la Tabla II la propiedad de los cinco primeros accionistas separando las empresas por tamaño y por la presencia en su accionariado de entidades de crédito.

Observando la Tabla II, podemos comprobar que la propiedad acumulada, en media, entre los dos mayores accionistas supera el 80% para la muestra general. Este hecho justifica que nos centremos en los dos primeros accionistas para llevar a cabo el análisis de las estructuras de varios grandes accionistas. Además, en la segunda parte de la tabla, resulta destacable que para las empresas participadas por entidades de crédito

(columna 4) y cuando la entidad de crédito es el mayor accionista (columna 7), el porcentaje total de las participaciones de los dos primeros accionistas sea claramente inferior al de la muestra general (columna 1). Comprobaremos posteriormente que este resultado es significativo estadísticamente, lo cual está en consonancia con el hecho de que cuanto mayor sea la concentración de la propiedad en manos de los mayores accionistas de una empresa, menor será la probabilidad de que ese mayor accionista sea una entidad financiera (idea que recogíamos en la hipótesis 2). Por tanto, encontramos un primer indicio según el cual las entidades de crédito cuando participan del capital de las empresas no adquieren un porcentaje de propiedad muy elevado. De esta forma pueden ejercer el control e influir en la toma de decisiones de dichas empresas, evitando la excesiva internalización de los costes asociados a la expropiación de los accionistas minoritarios

Respecto del tamaño y como se observa en las columnas (2) y (3), la participación del primer accionista es mayor para las empresas más grandes, mientras que el resto de grandes accionistas mantienen un porcentaje menor en estas empresas de gran tamaño¹². Esto, por otra parte, no se mantiene para las empresas participadas por una entidad bancaria (columnas 5 y 6, 8 y 9). En este caso, son las empresas más grandes las que tienen un menor porcentaje en la participación del primer accionista.

Una vez que circunscribimos el análisis de las estructuras de varios grandes accionistas a los dos mayores propietarios, cabe preguntarse acerca del porcentaje de empresas que tienen una entidad de crédito entre estos accionistas. Encontramos en nuestra muestra (ver Tabla III) que el 1,29% de las empresas (146 obs.) tienen como primer accionista una entidad de crédito, mientras que el 1,34% (152 obs.) lo tienen como segundo accionista. Hay que matizar que esto supone más del 70% de las empresas que tienen a una entidad de crédito entre los 10 primeros accionistas (3,73%). Este hecho pone de manifiesto que las entidades de crédito, en general, cuando deciden participar de las empresas toman posiciones mayoritarias que les permiten ejercer el control respecto a la toma de decisiones llevadas a cabo por las empresas, si bien el montante de estas participaciones, tal como hemos visto en la Tabla II, es inferior al de accionistas mayoritarios que no sean entidades de tipo financiero. Por último, de los resultados encontrados en la Tabla III, se puede comprobar que en el 65,75% de los casos en los que una entidad de crédito es el primer accionista, y en el 61,18% en los que es el segundo accionista, nos encontramos que es un banco. En general, nos encontramos que hay un mayor porcentaje de empresas participadas por bancos que participadas por cajas. Sin embargo, si consideramos los datos de una forma relativa, (como muestra la tercera parte de la tabla III) indicaremos que entre las entidades bancarias, las cajas son tan activas como los bancos en cuanto a la participación como accionistas mayoritarios, aunque en el caso del primer accionista cabe destacar la mayor actividad de los bancos (las cajas se presentan como el primer accionista en el 25% de los casos en los que deciden participar de una empresa). Sin embargo, la presencia de bancos y cajas como segundos accionistas alcanza en ambos casos el 29% de los casos en los que deciden participar del capital de una empresa. Tradicionalmente, los bancos han sido los más activos y principales inversores de las empresas, pero observamos como las cajas durante la segunda mitad de los noventa adquieren posiciones relevantes en el gobierno de las empresas. Esto corrobora lo que encontramos en la literatura en

¹² Hemos llevado a cabo los contrastes de medias y todos ellos resultan significativos al 99%.

relación al significativo incremento de la participación en las empresas por parte de las cajas respecto de los bancos en los años noventa (Sanchís *et al.*, 1998; Casasola, *et al.* 2001; Sanchís y Soriano, 2001; Nieto y Serna, 2001).

En la Tabla IV y en los Gráficos 7-9, tratamos de aportar cierta evidencia empírica adicional acerca del tipo de empresas, según sea su tamaño y tipo de actividad desarrollada, en las que las entidades financieras deciden participar. El tamaño, lo definimos según el número de empleados: pequeñas, menos de 50; medianas, entre 50 y 200, y grandes, más de 200¹³; distinguimos, a su vez, los distintos tipos de entidades de crédito: bancos (nacionales y extranjeros) y cajas (de ahorros y rurales o cooperativas).

Observamos, en la Tabla IV, que las empresas participadas por entidades de crédito, en general, son principalmente de mayor tamaño¹⁴. A su vez, es interesante señalar, respecto del tamaño, una clara distinción entre la política desarrollada por los bancos y las cajas. Por un lado, los bancos, tanto nacionales como extranjeros, participan generalmente en empresas de mayor tamaño, especialmente la banca extranjera ya que el 70% de las empresas participadas por un banco extranjero son grandes. Por otra parte, las cajas, aunque también dirigen la mayor parte de su participación accionarial a las grandes empresas, no resulta ser significativamente distinta de su participación en las PYMEs¹⁵. Tratando de analizar con mayor detalle el comportamiento de los distintos tipos de cajas, en la Tabla IV distinguimos entre cajas de ahorros y cajas rurales o cooperativas. Así, observamos como las cajas sí que participan en mayor medida en las empresas grandes¹⁶, mientras que las cooperativas no participan en las empresas grandes. Hemos llevado a cabo los diferentes contrastes de medias por tamaños, y comprobamos que estas diferencias son significativas. Este resultado nos indica la existencia de un comportamiento diferenciado entre los bancos y las cajas de ahorros frente al de las cajas rurales o cooperativas. Estas últimas prestan su apoyo y participan, principalmente, de pequeñas empresas, dentro de las áreas locales donde llevan a cabo sus actividades.

El análisis sectorial de las empresas de la muestra participadas por las diferentes entidades de crédito (Gráfico 7) muestra que los principales sectores en los que se encuentran estas empresas son¹⁷: Actividades Inmobiliarias (S7), Industrias químicas (S2), Comercio y Hostelería (S5) y Producción y distribución de energía eléctrica (S4), sectores todos ellos muy influyentes en la economía global del país. Al analizar estos resultados, se debe tener en cuenta el período de estudio al que corresponde la muestra de datos; en este caso nos referimos a la segunda mitad de la década de los noventa (1996-1999). Destacamos la importancia de la inversión bancaria en el sector de actividades inmobiliarias, sector que ha experimentado un importante crecimiento en estos últimos años. De igual forma, es destacable la inversión y participación de las

¹³ La literatura ha utilizado ampliamente esta misma definición de tamaños (Ocaña, Salas y Vallés, 1994)

¹⁴ Llevamos a cabo el contraste de medias y obtenemos significatividad estadística respecto a que es más probable encontrarnos una empresa participada entre las empresa más grandes (11%) en comparación con las PYMEs (2,3%).

¹⁵ Encontramos un p-valor de 0,15 para el contraste de medias entre la probabilidad de estar participada por una caja según sea de tamaño grande (0,45) o sea una PYME (0,52)

¹⁶ Aunque la probabilidad de encontrarnos una PYME participada por una caja no es estadísticamente distinta de la de encontrarnos una empresa grande.

¹⁷ Ver apéndice para la correspondiente descripción sectorial.

entidades de crédito en una de las principales fuentes de riqueza del país, la industria hostelera. La creciente importancia de estos sectores en la economía española, así como la participación de las entidades de crédito en los mismos y en otros de carácter estratégico, pone de relieve el apoyo y la estrecha relación de la banca y la industria en el caso español. Por otra parte, debemos resaltar el apoyo de los bancos, aparte de a las empresas con actividades inmobiliarias y las industrias químicas, a las empresas del sector Comercio (S5) y el de las cajas a los sectores S4 (Producción y distribución de energía eléctrica) y al S6 (Transportes y comunicaciones).

El Gráfico 8 compara la política sectorial de participación entre las cajas de ahorros y las cooperativas. Lo más destacable es la mayor diversificación de las cajas de ahorros en todos los sectores de actividad, mientras que las cooperativas participan principalmente de los sectores más relacionadas con el desarrollo de la economía local, como son el S1 (Industrias extractivas...), S5 (Comercio) y S0 (Agricultura y Pesca), tal como apuntábamos en el análisis por tamaños.

En el Gráfico 9 podemos comparar la política de inversión de la banca nacional frente a la banca extranjera. La banca nacional presenta, al igual que las cajas de ahorros una política de inversión diversificada en todos los sectores de actividad. Sin embargo, la banca extranjera decide participar del capital de aquellas empresas españolas integrantes de los sectores S2 (Industrias químicas), S5 (Comercio y Hostelería) y S7 (Actividades Inmobiliarias), donde la rentabilidad y contribución al PIB son importantes.

El hecho de que tanto los bancos nacionales como las cajas de ahorro aparezcan como accionistas en empresas pertenecientes a todos los sectores de actividad española, indican el papel prominente de la banca en la industria de nuestro país. Esto era de esperar al estar el sistema financiero español orientado hacia la banca.

Para completar la descripción de la ligazón banca-empresas, cabe estudiar las relaciones de tipo acreedor que existen entre las empresas y las entidades de crédito. El gráfico 10 presenta la distribución sectorial de las relaciones acreedoras de las entidades de crédito en el caso español. Por su parte, en los gráficos 11 y 12 distinguimos por tipos de cajas y de bancos, respectivamente. En ellos se muestra que la política crediticia que llevan a cabo tanto las cajas como los bancos es muy similar, siendo las empresas en los sectores S5 (Comercio y Hostelería) y S2 (Industrias Químicas) las más numerosas en recibir el crédito que proviene de las entidades financieras.

Comparando la política crediticia y la política de inversión de las entidades de crédito resulta destacable el hecho de que a pesar de ser los sectores S2 y S5 donde mayor es la concentración de empresas que reciben créditos de las entidades bancarias, se observa que aquellos sectores donde las empresas deciden participar como accionistas son aquellos donde el volumen de créditos que conceden es también superior, exceptuando el S7 (Actividades Inmobiliarias) donde esta relación no se da. Así comparando las cajas y cooperativas, podemos observar que el S1 (Industrias extractivas) es un sector donde la participación de las cooperativas es relevante (Gráfico 8) y al mismo tiempo podemos observar (Gráfico 11) que es uno de los sectores donde más empresas reciben créditos de las cooperativas. Igualmente, destacamos el caso de la participación de las cajas de ahorros en el sector S2 (Gráfico 8) y que es uno de los

sectores donde un mayor número de empresas reciben créditos de las cajas (Gráfico 11). Por su parte, es necesario reseñar la participación accionarial de la banca extranjera en el sector S7 (Actividades Inmobiliarias) que es el sector en el que ostenta el mayor porcentaje de empresas con las que mantiene una relación acreedora.

Como *síntesis*, los resultados anteriores parecen indicarnos dos tendencias entre las políticas desarrolladas por las distintas entidades de crédito. Por un lado, los bancos y las cajas invierten en empresas grandes, diversifican más y dan un mayor peso a los sectores de tipo estratégico. Y, por otro lado, las cooperativas se centran en empresas más pequeñas, de tipo local, y se preocupan menos de definir estrategias de diversificación sectorial. La banca extranjera diversifica menos, se centra más en sectores estratégicos y prefieren invertir sus recursos en grandes empresas. Además, encontramos una cierta complementariedad entre la política de inversión y de prestamista por parte de las instituciones financieras.

4. ANÁLISIS DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LA PRESENCIA DE ENTIDADES DE CRÉDITO EN EL ACCIONARIADO DE LAS EMPRESAS

4.1. Descriptivos iniciales y definición de variables

En este apartado, vamos a estudiar el comportamiento de las entidades de crédito que deciden participar en el capital de las empresas, pero a diferencia de lo expuesto anteriormente, vamos a centrarnos en su papel como grandes accionistas, en la medida en la que aparecen entre los dos mayores accionistas de la empresa. Como punto de partida, comprobamos que el porcentaje medio en manos de las entidades de crédito, cuando éstas son los primeros accionistas es del 46,5%, mientras que es del 11,21% si son el segundo accionista. Estos resultados permiten enmarcar nuestro estudio dentro del análisis más general de estructuras con varios grandes accionistas, donde las entidades de crédito son los principales protagonistas. Para poder contrastar empíricamente las tres primeras hipótesis planteadas inicialmente, las cuales hacen referencia a la participación accionarial y al tipo de la misma por parte de las entidades de crédito, es necesario estudiar primero las combinaciones de estructuras de varios grandes accionistas en las que las entidades de crédito participan.

En el cuadro I se recogen las definiciones de las diversas estructuras que podemos construir de varios grandes accionistas en las que aparecen las entidades de crédito, junto con otras variables que utilizaremos para contrastar las tres primeras hipótesis de nuestro estudio.

CUADRO I

| VARIABLES de ESTUDIO | |
|-----------------------------|--|
| EDC | <i>Variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa está participada al menos por una EDC y 0 en caso contrario.</i> |
| EDC1 | <i>Variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa tiene una EDC como mayor accionista y 0 en caso contrario.</i> |
| EDC2 | <i>Variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa tiene una EDC como segundo mayor accionista y 0 en caso contrario.</i> |
| EE. | <i>Variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa presenta una estructura donde los dos mayores accionistas son entidades de crédito y 0 si ninguno de los dos lo es..</i> |
| ENE | <i>Variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa presenta una estructura donde sólo uno de los dos grandes accionistas es una entidad financiera y 0 en caso contrario..</i> |
| CONCEN | <i>Participación de los dos mayores accionistas.</i> |
| DIFCON | <i>Se define como la ratio entre, por una parte, la diferencia entre las participaciones de los dos mayores accionistas, y por otra, CONCEN.</i> |
| ROA | <i>Rentabilidad económica. Se define como la ratio de beneficios antes de intereses e impuestos sobre el volumen de activos.</i> |

Presentamos una primera evidencia sobre el tipo de presencia de las entidades de crédito en el accionariado de las empresas cuando resultan ser uno de los dos mayores accionistas o los dos.

De los resultados de esta Tabla V, se desprende que hay 264 empresas que tienen entre sus dos primeros accionistas una entidad de crédito, de las que 230 forman parte de una estructura "entidad de crédito-no entidad de crédito, y 34 de una estructura "entidad de crédito-entidad de crédito. Si tomamos el conjunto de los 10 primeros accionistas, obtenemos que existen 423 empresas en las que una entidad de crédito está entre estos accionistas. Esto indica que en un 62,17% de los casos (las referidas 264 empresas), las entidades de crédito son uno de los dos primeros accionistas. Este hecho de nuevo arroja evidencia a favor de la idea de que cuando las entidades de crédito deciden participar del capital de una empresa, lo hacen tomando posiciones estratégicas que les permitan controlar las decisiones tomadas por los directivos. Además, los resultados presentados en las últimas filas de la Tabla V muestran como en las estructuras "entidad de crédito-no entidad de crédito", las estructuras EDC1 y EDC2 aparecen prácticamente en el mismo porcentaje. Esto podría mostrar un primer indicio acerca de las limitadas diferencias en el porcentaje de propiedad en manos de los primeros accionistas cuando éstos son entidades de crédito, lo que iría en la línea de lo planteado en la Hipótesis 3. Si las diferencias fuesen muy notorias entre el banco como primer accionista y como segundo accionista, esto llevaría a una relación entre el banco y la empresa bastante diferente en el primer caso en comparación con el segundo. La consecuencia de este hecho debería de ser una diferencia en la probabilidad de que un banco sea el primero o el segundo accionista.

Por otra parte, como nota adicional, destacamos que entre las empresas con una estructura formada por dos entidades de crédito como los dos mayores accionistas (34 empresas), las combinaciones más probables son las de tipo homogéneo. Es decir, los bancos van acompañados de otros bancos (en 24 de los casos), las cajas de otras cajas (en 6 de los casos). Las estructuras heterogéneas entre bancos y cajas aparecen minoritariamente (en 2 de los casos el banco es el primero y en otros dos es la caja).

Los gráficos 13 y 14 muestran, respectivamente, la distribución sectorial y por tamaños de las empresas, donde alguno de los dos mayores accionistas es una entidad de crédito (EDC1, si lo es el primero y no lo es el segundo y EDC2 si lo es el segundo y no lo es el primero) o los dos mayores lo son (EE).

Como muestra el Gráfico 13, el 68% de las empresas que tienen dos EDC como mayores accionistas y el 34% de aquellas en las que el primer accionista es una EDC corresponden al sector de Actividades Inmobiliarias (S7)¹⁸. Sin embargo, cuando una entidad de crédito aparece como segundo accionista, el sector donde principalmente se encuentran estas empresas (27%) corresponde al de la Industria Química (S2).

Respecto al tipo de empresas que presentan estas estructuras accionariales, el Gráfico 14 nos muestra que la presencia de dos entidades de crédito (EDC a partir de ahora) como accionistas principales y aquellas donde sólo el segundo lo es, está ligado a empresas de tamaño grande. Sin embargo, cuando sólo el primero es una EDC, son las empresas de tamaño mediano el principal objetivo de la toma de participación por parte de las entidades de crédito.

4.2. Análisis de Contingencia

Una vez presentada una evidencia inicial sobre la participación de las entidades de crédito en estructuras donde ellas aparecen entre los dos grandes accionistas, vamos a ahondar en las características de la misma. Como mostrábamos en el apartado anterior, dados los porcentajes de propiedad que dichas entidades adquieren cuando se convierten en los mayores accionistas, estas estructuras se pueden englobar en las estructuras de varios grandes accionistas (VGA). En un sentido más formal, las estructuras VGA se definen como aquellas donde la participación del accionista mayoritario es al menos de un 20% y la del segundo es de al menos un 10%¹⁹. Este será el criterio que tendremos en cuenta para llevar a cabo el estudio de las tres hipótesis iniciales respecto a las características de dichas estructuras.

En primer lugar, estudiaremos la existencia de posibles externalidades derivadas de la presencia de una EDC cuando ya aparecen otras EDC (hipótesis 1). En segundo lugar, analizaremos cuál es el tipo de propiedad que ostentan las entidades de crédito en estructuras con VGA (hipótesis 2 y 3). La metodología empleada, se basa en el contraste de medias.

¹⁸ El hecho de que el sector de Actividades Inmobiliarias resulta ser uno de los principales objetivos donde las entidades de crédito tienden a aparecer conjuntamente o como máximos accionistas es un resultado que merece ser destacado por ser éste uno de los sectores donde se ha producido un fuerte crecimiento durante los últimos años, y el cual no deja de ser estratégico para la economía española.

¹⁹ Esta es la definición adoptada por otros autores como La Porta *et al.* (1999).

Tanto en la Tabla II como en la Tabla V se ha mostrado evidencia según la cual cuando las entidades de crédito deciden participar del capital de una empresa suelen adquirir la condición de primeros accionistas, si bien con un porcentaje algo inferior al adquirido por parte de los accionistas que no son de naturaleza financiera. Esto les permite ejercer el papel de accionista susceptible de buscar sus intereses particulares sin tener que asumir ni un coste ni un riesgo excesivos por una concentración demasiado significativa de la propiedad. Por otra parte, cuando una entidad de crédito participa de una empresa, nos preguntamos sobre el tipo de accionista que comparte la propiedad con la primera.

De la muestra parece deducirse que es más probable encontrar como segundo accionista a otra entidad bancaria cuando el primero lo es (Tabla VI). En concreto, la probabilidad de que se dé tal circunstancia es del 20,4%, la cual es significativamente mayor que la probabilidad sin condicionar de encontrar una empresa participada por una entidad de crédito (3,78%). Además, los resultados estadísticos recogidos en la Tabla VI muestran que hay un 15,2% de probabilidad de que el primer accionista sea una entidad financiera, si el segundo lo es, la cual de nuevo es mayor que la de encontrar una empresa participada. Estos resultados van en la dirección de lo que postulábamos en la hipótesis 1, según la cual esperábamos que existiese una cierta predisposición por parte de las entidades de crédito a aparecer junto con otras entidades de crédito.

Basándonos, por lo tanto, en los resultados hallados en la Tabla VI, se desprende que la presencia de una entidad de crédito como máximo accionista parece ser una externalidad positiva respecto de la presencia de otras entidades de naturaleza financiera como grandes accionistas. La razón de ello podría ser la mayor facilidad en la formación de coaliciones para expropiar a los accionistas minoritarios cuando hay homogeneidad en las características de los accionistas mayoritarios (i.e. los dos son entidades bancarias).

Como comentábamos anteriormente y a la luz de los resultados en la Tabla II, la participación de las entidades de crédito como máximos accionistas no es elevada. Así, de acuerdo con la hipótesis 2, esperamos encontrarnos una relación negativa entre la concentración de la propiedad y la presencia de una entidad financiera entre los dos mayores accionistas. Para contrastar este hecho, construimos la Tabla VII:

De los datos encontrados en la Tabla VII se deriva nuestro segundo resultado, según el cual las entidades de crédito, cuando son accionistas mayoritarios en las empresas, si bien definen estructuras con una notable participación accionarial, ésta es inferior a la que definen accionistas alternativos (de naturaleza no financiera). Esto es especialmente significativo cuando ambos accionistas mayoritarios son de tipo financiero (siendo la propiedad del 55,78%, frente al 79,14% si ninguno lo es) o cuando sólo el mayor de ellos lo es (donde la propiedad en manos de los dos mayores accionistas es del 73%, frente al 79,14% cuando el primero no lo es). Como ya comentamos anteriormente, este comportamiento puede ser explicado como una forma de reducir riesgos por parte de las entidades de crédito, así como de acotar la internalización de los costes asociados a la expropiación de los accionistas minoritarios. Una consecuencia directa de esto es que a medida que aumente la concentración de la propiedad en manos de los dos primeros accionistas, va a ser menos probable que nos encontremos con

estructuras de tipo homogéneo con dos entidades de crédito (hipótesis 2), las cuales tienen en promedio una participación de “sólo” el 55,78%. Como nota adicional, si distinguimos entre el comportamiento de las cajas y de los bancos, comprobamos que la concentración de la propiedad en manos de los dos mayores accionistas cuando ambos son cajas (50%) es inferior a la propiedad en manos de los bancos (60,4%).

En cuanto a la diferencia entre los porcentajes de los dos mayores accionistas, que según la hipótesis 3 esperábamos que fuese mayor en estructuras heterogéneas que en estructuras homogéneas, presentamos en la Tabla VIII los estadísticos correspondientes.

A partir de los resultados en la Tabla VIII, concluimos que la diferencia entre el porcentaje de los dos mayores accionistas es superior en las estructuras heterogéneas donde uno de los dos mayores accionistas es una entidad de crédito que en las homogéneas, tanto si éstas últimas están formadas por dos entidades de crédito (EDC) como por otros agentes. Sin embargo, a pesar de ser la diferencia en la concentración inferior para el caso de la estructura homogénea con dos EDC (21%), en comparación con la heterogénea (35%), dicho resultado tiene un menor respaldo estadístico (al 10%), que cuando la comparativa se realiza con estructuras homogéneas en general. Como nota adicional, si en la estructura heterogénea distinguimos entre bancos y cajas, al comparar éstas con la estructura homogénea, la diferencia se mantiene significativa para ambas siendo mayor en el caso de los bancos (40% frente al 30,9% de las cajas). En el segundo de los contrastes, cuando comparamos con estructuras homogéneas, donde ambos son entidades de crédito, la diferencia, sin embargo, sólo resulta significativa para el caso de los bancos²⁰.

La explicación que subyace al resultado obtenido está basada en dos argumentos. Un primer argumento de eficiencia, el cual consiste en incentivar al accionista experto en la supervisión (la entidad financiera, en este caso), asignándole una propiedad limitada. De esta forma, ante la amenaza creíble que el accionista alternativo (segundo mayor accionista) pueda formar una coalición ganadora si “convence” a los accionistas minoritarios, el primero realiza una supervisión eficiente de la gerencia (Bloch y Hege, 2001). El segundo argumento que justifica este resultado es que en las estructuras de propiedad con varios grandes accionistas que son de tipo homogéneo por la presencia de sendas entidades financieras, éstas presentan unos altos incentivos a expropiar rentas en beneficio privado. Este hecho provocaría que adoptasen combinaciones de participaciones más simétricas, puesto que son las que resultan en equilibrio de la minimización de los costes individuales de internalizar tales expropiaciones. Este segundo argumento, por otra parte, sería compatible con el mencionado respecto de la hipótesis 2 en la que se encontraba una menor participación de las entidades financieras como principales accionistas como una potencial muestra de unos superiores incentivos a expropiar a los accionistas minoritarios.

²⁰ El pvalor asociado al contraste de medias es de 0.03 para el caso de los bancos y de 0.2 para el caso de las cajas

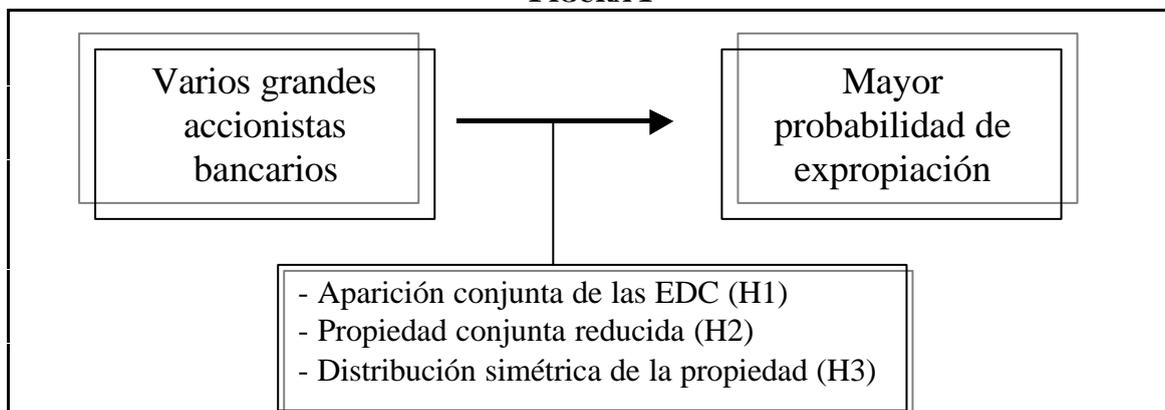
5. LA PRESENCIA DE ENTIDADES DE CRÉDITO EN SITUACIONES FAVORABLES A LA EXPROPIACIÓN

La evidencia encontrada hasta ahora nos muestra que cuando las entidades de crédito deciden participar del capital de una empresa, la propiedad que acumulan es inferior a la que se produce en otras estructuras en las que intervienen accionistas no financieros (hipótesis 2). Además, también hemos encontrado que la diferencia relativa en la propiedad de los mayores accionistas en el caso que ambos sean entidades de crédito es inferior a la existente en combinaciones accionariales alternativas (hipótesis 3). Por último, en la sección anterior, veíamos que existe una alta probabilidad de que las entidades de crédito tiendan a aparecer conjuntamente (hipótesis 1). La combinación de estos resultados parece tener un tronco común, el cual se podría explicar a partir de la *mayor propensión a expropiar que muestran los accionistas bancarios, especialmente cuando aparecen de forma conjunta, en comparación con otras combinaciones accionariales*. Esta es la hipótesis central que presentamos al comienzo del artículo y cuyas consecuencias tratamos de plasmar en el conjunto de hipótesis propuestas.

Dada la existencia del potencial problema de expropiación asociado a los conflictos que surgen entre los grandes accionistas y los minoritarios, no es de extrañar que la literatura más reciente sobre propiedad y la consecuente regulación al respecto, vaya encaminada a controlar el conflicto de interés entre los accionistas de control y los accionistas minoritarios. Además, esto es particularmente relevante en el caso español debido a la alta concentración de la propiedad accionarial, que fue analizada en la primera parte de este trabajo, lo que asegura que “...el control efectivo de las empresas está en manos de accionistas significativos (...). [Por tanto] el conflicto de interés al que debe prestarse más atención es al que puede producirse entre los accionistas de control y los accionistas minoritarios, dando lugar, por ejemplo, a rentas de control injustificado...” (Salas, 2002, p.202).

Llegados a este punto, una forma más directa de comprobar que la presencia de varios grandes accionistas bancarios genera expropiación, es a través de un análisis econométrico donde se comprueba si realmente es más probable que nos encontremos a varias entidades de crédito formando estructuras de varios grandes accionistas en situaciones favorables a la expropiación de los accionistas minoritarios. En términos esquemáticos, la Figura 1 resume gráficamente los resultados contrastados hasta el momento.

FIGURA 1



5.1. Definición de variables y metodología.

En este apartado, llevamos a cabo un estudio econométrico que nos permita comprobar si la presencia de grandes accionistas de naturaleza bancaria va asociada a situaciones favorables a la expropiación. Esto será una forma de contrastar la hipótesis fundamental del trabajo *“cuando varias entidades de crédito aparecen como grandes accionistas, existe una mayor probabilidad de que se produzca un efecto expropiación por parte de las mismas respecto a los accionistas minoritarios”*. Para ello, en primer lugar, definimos el grupo de control, del que esperamos que las entidades de crédito formen parte, como el número de accionistas necesarios para, al menos, conseguir el 50% de la propiedad accionarial de la empresa. A continuación, definimos la que va a ser la variable principal del estudio, NUMBANKPROP, la cual recoge el número de accionistas de naturaleza financiera, es decir, el número de entidades de crédito que forman parte de la propiedad de la empresa.

Por otra parte, identificamos como contexto favorable a la expropiación de los accionistas minoritarios, aquel caracterizado por la participación que asume el grupo de control, de manera que esperamos encontrarnos situaciones favorables para que tenga lugar la expropiación en la medida en la que la participación del grupo de control sea cercana al 50%, es decir, se aproxime a los niveles límites para el control mayoritario. Con la variable PARGC caracterizamos esta situación, ya que recoge el porcentaje de participación en manos del grupo de control. Por tanto, será en este entorno en el que estudiaremos la presencia de accionistas de naturaleza financiera (ecuación 4.1). En la estimación del modelo, incluimos otra serie de variables de control (que son de uso común en la literatura referente a la estructura de propiedad)²¹ como el tamaño (aproximado por el logaritmo de las ventas, LVENTAS), la estructura financiera (aproximada por la proporción de deuda bancaria, DB_DCC, y de deuda distinta a la bancaria, EXSB_ACT), la rentabilidad económica (medida por el ROA), tipología de la empresa, (si es o no familiar, FAMILIA), y el riesgo de la empresa (RIESGO), cuyas definiciones aparecen en el Cuadro II. Además, hemos incluido los correspondientes controles sectoriales. En el Apéndice D podemos encontrar la matriz de correlaciones de todas las variables.

Dado que disponemos de un panel, aplicamos la metodología de datos de panel. Esto nos permite incluir en las estimaciones, además de las variables principales y de control, las características individuales asociadas a cada empresa, que no son observables y que difieren entre cada una de ellas, pero que pueden influir en la determinación de la variable objeto de estudio. Nos referimos a la heterogeneidad inobservable asociada a cada empresa, la cual permanece fija a lo largo del tiempo. Dicha heterogeneidad inobservable, puede estar correlacionada, como así ocurre, con el resto de variables explicativas²², lo cual comprobamos tras aplicar el contraste de

²¹ Véase, por ejemplo, Demsetz y Villalonga (2001).

²² Si la heterogeneidad inobservable está correlacionada con las variables explicativas, entonces debe de realizarse inferencia condicional sobre las realizaciones de dichos efectos en la muestra (lo que se conoce como estimación por efectos fijos). Ahora bien, si los efectos no están correlacionados con las variables explicativas, entonces es natural hacer inferencia incondicional como ocurre en el método de los errores compuestos (efectos aleatorios) [Arellano y Bover, 1990].

Hausman²³, lo que nos lleva a estimar el modelo final por efectos fijos que es el que resulta ser consistente.

CUADRO II

DESCRIPCIÓN DE LAS VARIABLES EN LAS ESTIMACIONES DE LA TABLA IX

| <i>Variable Dependiente</i> | |
|------------------------------|--|
| Pargc | <i>Participación del grupo de control. Recoge el porcentaje accionarial de todos aquellos que constituyen el grupo de control (con al menos el 50% de la propiedad).</i> |
| <i>Variables Principales</i> | |
| Numbankprop | <i>Número de accionistas de naturaleza financiera en una empresa</i> |
| D1nump | <i>Variable cruzada resultante de multiplicar el número de accionistas de naturaleza financiera (numbankprop) por una variable dummy que toma el valor 1 cuando el número de individuos en el grupo de control (numgc) es 1 y toma el valor 0, cuando el número de individuos es superior.</i> |
| <i>Variables de control</i> | |
| Numgc | <i>Número de accionistas que forman parte del grupo de control.</i> |
| Parbco | <i>Participación accionarial de las entidades de crédito que además son acreedores de las empresas.</i> |
| Lventas | <i>Logaritmo de las ventas, como proxy al tamaño.</i> |
| Roa | <i>Rentabilidad económica, medida a través de la ROA.</i> |
| Intang | <i>Proporción de activos intangibles, respecto al total de activos.</i> |
| Exsb_act | <i>El exigible total respecto al total de activo, pero sin tener en cuenta la deuda bancaria.</i> |
| Db_dcc | <i>Proporción de la deuda bancaria respecto al total de la deuda con coste.</i> |
| Familia | <i>Variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa es familiar, y 0 si no lo es. Consideramos que una empresa es familiar si el primer apellido coincide entre, al menos, dos de los accionistas.</i> |
| Edad | <i>Madurez de la empresa.</i> |
| Riesgo | <i>Variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa tiene un riesgo superior al que presentan para cada año las empresas de su mismo sector, y 0 en otro caso. Medimos el riesgo como la desviación típica de la ROA.</i> |

Nuestro objetivo es tratar de ver cual es el comportamiento desarrollado por los accionistas de naturaleza financiera, respecto a las posibilidades de expropiación. Para ello, proponemos una especificación, donde, como ya indicamos anteriormente, además de la variable principal incluimos otras de control (ecuación 4.1). En dicha estimación incluimos la variable NUMGC, que mide el número de individuos en el grupo de

²³ El test de Hausman consiste en contrastar la igualdad de los coeficientes de las estimaciones intragrupos y las estimaciones por efectos aleatorios. En concreto, la hipótesis nula es que los coeficientes de ambos modelos son similares. Si se rechaza esta hipótesis nula, con lo que los coeficientes diferirían significativamente entre sí, entonces únicamente la estimación intragrupos será la que resulte consistente.

control. Esta variable recogerá el efecto que tiene sobre la expropiación el hecho de que haya varios grandes accionistas que puedan ejercer el control mayoritario.

$$\begin{aligned}
 PARGC_{it} = & \mathbf{a} + \mathbf{b}_1 NUMBANKPROP_{it} + \mathbf{b}_2 NUMGC_{it} + \mathbf{b}_3 PARBCO_{it} + \\
 & + \mathbf{b}_4 LVENTAS_{it} + \mathbf{b}_5 ROA_{it} + \mathbf{b}_6 INTANG_{it} + \mathbf{b}_7 EXSB_ACT_{it} + \\
 & + \mathbf{b}_8 DB_DCC_{it} + \mathbf{b}_9 FAMILIA_{it} + \mathbf{b}_{10} EDAD_{it} + \\
 & + \mathbf{b}_{11} RIESGO_{it} + \mathbf{h}_i + \mathbf{e}_{it}
 \end{aligned} \tag{4.1}$$

En la literatura relativa al efecto de la concentración de la propiedad sobre la rentabilidad²⁴ se cuestiona y contrasta la posible endogeneidad entre ambas variables. Aunque en nuestro caso la rentabilidad es empleada como variable de control sobre la participación, consideramos también la posible endogeneidad que se pueda dar, lo que invalidaría la consistencia del estimador intragrupos. Para ello construimos un modelo de variables instrumentales, donde debido a que disponemos de un panel de datos, los instrumentos utilizados serán los retardos. Debido a la existencia de correlación entre la heterogeneidad inobservable y las variables explicativas (primer problema de endogeneidad), corregimos el modelo tomando primeras diferencias y contrastamos la similitud de los coeficientes de los modelos estimados por mínimos cuadrados ordinarios y por variables instrumentales²⁵. Tras aplicar el contraste de Sargan²⁶ y no poder rechazar la hipótesis nula, concluimos que no hay endogeneidad asociada a la variable de rentabilidad, de manera que el modelo que finalmente resulta ser el más apropiado es el de efectos fijos y cuya estimación se recoge en la Tabla IX (columna 1). En dicha tabla, también se incluyen junto a los estadísticos del contraste de Hausman, los asociados al contraste de Sargan y la bondad de ajuste de los modelos finales.

5.2. Resultados

En la Tabla IX, la columna (1) recoge la estimación del modelo propuesto en la ecuación (4.1). Los resultados obtenidos nos muestran como cuanto mayor es el número de EDC que entran a formar parte de la propiedad de las empresas (variable NUMBANKPROP), la propiedad del grupo de control se reduce, acercándose al 50% que son los límites de control mayoritario, lo que nos indica que la presencia de varias EDC accionistas está presente en condiciones favorables a la expropiación. Sin embargo, si nos fijamos en la variable NUMGC, que recoge el número de individuos en el grupo de control, también nos encontramos que la relación es negativa, es decir, que en la medida en que aparecen varios individuos en el grupo de control, la propiedad que mantienen en conjunto es inferior. Por lo tanto, este resultado podría estar justificando el signo negativo encontrado para nuestra variable objetivo (NUMBANKPROP). Por lo que para comprobar que el potencial efecto expropiador por parte de las entidades de crédito se mantiene, independientemente del número de accionistas en el grupo de control, volvemos a estimar el modelo anterior, pero ahora sustituimos la variable NUMGC por una variable cruzada DINUMP, que nos permita estimar este efecto.

²⁴ Véanse Demsetz y Lehn (1985) o Demsetz y Villalonga (2001) como ejemplos de esta discusión.

²⁵ Dado que disponemos de un panel de datos, los instrumentos empleados son los retardos. Además, debido a que el modelo ha sido transformado en primeras diferencias, tomamos el segundo retardo de ROA, para que no haya correlación con los errores (Hsiao, 1986).

²⁶ El contraste de Sargan es el que compara ambas especificaciones, La hipótesis nula considera que los coeficientes de ambos modelos no difieren significativamente, lo que supone que no hay endogeneidad.

Como indicamos en el Cuadro II, dicha variable es el resultado de multiplicar la variable “numbankprop” por otra dicotómica que toma el valor 1 si el número de accionistas en el grupo de control es 1 y 0 si dicho número es superior. En la ecuación (4.2) se recoge la nueva estimación de este segundo modelo y en la columna (2) de la Tabla IX, presentamos los resultados asociados a dicha estimación, donde tratamos de ver cuál es el comportamiento de las entidades de crédito como accionistas, teniendo en cuenta el número general de individuos en el grupo de control.

$$\begin{aligned}
 PARGC_{it} = & \mathbf{a} + \mathbf{b}_1 NUMBANKPROP_{it} + \mathbf{b}_2 D1NUMP_{it} + \mathbf{b}_3 PARBCO_{it} + \\
 & + \mathbf{b}_4 LVENTAS_{it} + \mathbf{b}_5 ROA_{it} + \mathbf{b}_6 INTANG_{it} + \mathbf{b}_7 EXSB_ACT_{it} + \\
 & + \mathbf{b}_8 DB_DCC_{it} + \mathbf{b}_9 FAMILIA_{it} + \mathbf{b}_{10} EDAD_{it} + \\
 & + \mathbf{b}_{11} RIESGO_{it} + \mathbf{h}_i + \mathbf{e}_{it}
 \end{aligned} \tag{4.2}$$

A partir de esta segunda estimación, podemos comprobar como a medida que el número de EDC como accionistas de la empresa se incrementa, la participación del grupo de control se reduce, acercándose a los márgenes de expropiación. Esto es cierto, independientemente del número de individuos en el grupo de control (tanto si la dummy toma el valor 1 o el 0, el efecto total es siempre negativo). Pero, si analizamos con mayor detalle los coeficientes asociados a las variables NUMBANKPROP y D1NUMP, podemos corroborar el efecto expropiador asociado a las entidades de crédito, si bien éste resulta ser menos intenso cuando hay varios individuos en el grupo de control²⁷. De este resultado se deriva que las entidades de crédito como máximos accionistas aparecen formando estructuras que resultan ser favorables para la expropiación. Si bien, cabe destacar que en la medida en la que aparecen varias entidades de crédito cuando en el grupo de control hay más individuos, se siguen manteniendo las condiciones favorables para la expropiación. El hecho de que el efecto en este caso sea negativo, pero menor puede venir explicado por el hecho de que a medida que van entrando otros tipo de accionistas, de naturaleza distinta a la bancaria, la heterogeneidad del conjunto hace menos fácil la expropiación en esas situaciones, si bien se sigue dando en la medida en que varias EDC sean los principales accionistas. El comportamiento expropiador que puede darse por parte de las entidades de crédito ha sido contrastado en otros trabajos a nivel internacional, donde dichas entidades han obtenido rentas privadas a costa de los pequeños accionistas. Así Westein y Yafeh (1998) encuentran, para el caso japonés, que las empresas que mantienen estrechas relaciones con los bancos soportan mayores costes de financiación bancaria. Goergen, et al (2003) para el caso alemán, encuentran como aquellas empresas con bancos como accionistas principales tratan de evitar repartir dividendos.

En cuanto a los efectos recogidos por las variables de control, presentes en todos los modelos, sobre la cantidad de accionistas de naturaleza financiera que son propietarios de las empresas, comentamos a continuación los resultados más destacables. Comprobamos que el porcentaje de participación en manos de los accionistas que además son acreedores (PARBCO) está relacionado positivamente con el porcentaje de participación en el grupo de control, lo que prueba la pertenencia de

²⁷ En el caso en que hay varios individuos en el grupo de control, la variable dicotómica toma el valor 0, y por tanto el efecto expropiador toma valor de -1.321. Ahora bien, cuando hay un solo individuo en el grupo de control, el efecto expropiador es el resultado de sumar ambos coeficientes, ya que la variable dicotómica toma el valor de 1 (el efecto total es de -2,692).

dichas EDC a los grupos de control. Así, en la medida en la que tiendan a expropiar, veíamos que la participación del grupo de control se reducía, de igual manera la participación de las EDC es menor cuando forman estructuras características asociadas al efecto expropiador (hipótesis 2).

En cuanto a la rentabilidad, medida a través de la rentabilidad económica, encontramos una relación que es negativa con la participación en manos del grupo de control. Esto parece sugerir que en las empresas más rentables, es donde surgen las mayores posibilidades de expropiación. Analizaremos con más profundidad esta parte en la siguiente sección.

El nivel de endeudamiento general (sin incluir el bancario) está positivamente asociado a las situaciones más favorables para que se produzca expropiación. Es decir, que la presencia de un mayor volumen de deuda genera mayores probabilidades de expropiación. Este resultado puede ser explicado por el hecho de que una mayor cantidad de deuda puede ser un indicativo de la presencia de muchos tipos de acreedores, quienes como consecuencia del problema del *free-rider*, no van a desempeñar un buen ejercicio de control, lo que facilitará el desarrollo de un comportamiento oportunista por parte de los accionistas.

Respecto a la variable dicotómica FAMILIA, ambas estimaciones nos llevan a los mismos resultados. En concreto, cuando la propiedad de una empresa es familiar, existe una alta probabilidad de que haya expropiación por parte de los accionistas mayoritarios respecto a los minoritarios. El grupo familiar actúa de acuerdo a sus propios intereses particulares, a costa del resto de accionistas minoritarios. Este es un problema clásico de las empresas familiares (Schultze, 2001).

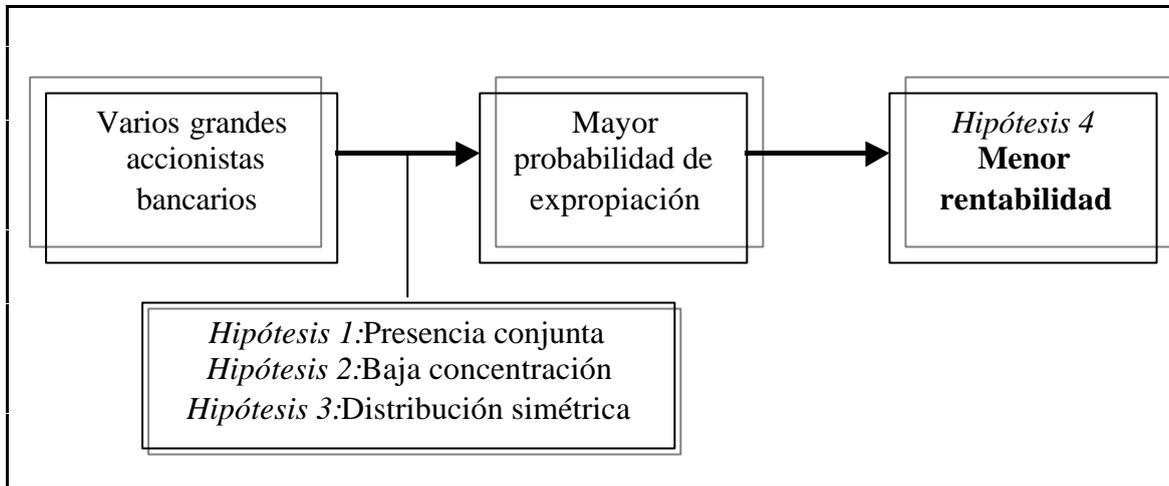
Finalmente, la variable EDAD indica que a medida que las empresas son más maduras, la probabilidad de que se produzca la expropiación de los accionistas minoritarios por parte de los mayoritarios se reduce, ya que la participación del grupo de control aumenta. Este resultado supone que cuando una empresa ha adquirido una reputación es menos probable que se den comportamientos oportunistas que acaben dañando dicha reputación. Es en las empresas más jóvenes en las que, por otra parte, existen mayores asimetrías de información, donde se producen los mayores problemas de expropiación.

6. EFECTO DE LA PARTICIPACIÓN BANCARIA EN LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS

Una vez presentado y contrastado el efecto incentivador de la presencia de entidades de crédito como accionistas principales en la formación de estructuras, asociadas al comportamiento expropiador, estudiamos ahora las consecuencias de la presencia de dichas EDC sobre la rentabilidad de las empresas participadas. Esperamos encontrar, de acuerdo con la hipótesis 4, un efecto negativo. Es una forma de contrastar la capacidad expropiadora de la entidad de crédito en estructuras con varios grandes accionistas, lo que constituye uno de los principales objetivos y aportaciones de este trabajo. En la Figura II resumimos las estructuras que forman las EDC como accionistas principales de las empresas en las que participan, asociadas a su comportamiento

expropiador (hipótesis 1, 2 y 3) y el efecto que esperamos tenga esto sobre la rentabilidad (hipótesis 4).

FIGURA II



Como veíamos en la primera parte, no existe un consenso en la literatura acerca de cuál es el efecto que se deriva de la relación entre participación y rentabilidad. En el caso español, Cuervo-Cazurra (1998) obtiene una relación negativa entre ambas magnitudes, Giner y Salas (1997) encuentran una relación negativa entre el ratio de la Q de Tobin²⁸ y la participación accionarial bancaria. Por su parte, Zoido (1998) obtiene una relación positiva cuando se emplean medidas de mercado (para la submuestra de empresas que cotizan), pero no obtiene significatividad si se emplean medidas contables (para el total de la muestra). Debido a la falta de datos concluyentes, lo cual ha sido manifestado reiteradamente en la literatura reciente (Fernández, 2001; Salas, 2002), se hace necesaria la profundización en el análisis del efecto de la participación bancaria en la propiedad de las empresas. Por lo tanto, los resultados que aquí obtengamos ayudarán a aportar más luz en este campo.

Tradicionalmente, en la literatura se ha estudiado el efecto de la participación de las entidades de crédito sobre la rentabilidad de las empresas considerando como una de las variables independientes la presencia y/o el tamaño de la participación bancaria y como variable dependiente la rentabilidad, instrumentalizada a través de medidas contables o bursátiles. Nuestro planteamiento va un poco más allá y reconoce la importancia de tratar la participación accionarial bancaria no de una forma aislada, sino integrada en una estructura de control formada por grandes accionistas, donde las entidades de crédito asumen un papel relevante al ocupar los puestos de accionistas mayoritarios. En concreto, comparamos como las distintas combinaciones que se pueden obtener entre entidades de crédito y no entidades de crédito como accionistas principales afectan a la rentabilidad de las empresas participadas. Dado que en nuestro caso disponemos de un panel de datos, vamos a poder centrarnos en los cambios en la estructura de propiedad de una misma empresa, con lo que podremos eliminar la heterogeneidad inobservable que pudiese estar correlacionada con las variables

²⁸ En este caso definen la Q de Tobin como el ratio entre el valor de mercado y el valor de reposición de los activos.

independientes (efectos fijos). Además, la ventaja de aplicar la metodología de datos de panel es que podemos incorporar y considerar la existencia de características individuales asociadas a cada empresa, que no son observables, pero que como Himmelberg et al (1999) mostraron, influyen en la determinación del valor de la empresa y en su rentabilidad. Por otro lado, como la decisión de participar o no en una empresa puede ser endógena a la rentabilidad de dicha empresa, vamos a tratar de controlar este segundo problema de endogeneidad²⁹ (aunque si nos fijamos en los resultados de la Tabla IX, en la sección anterior, no encontramos relación endógena entre rentabilidad y participación del grupo de control). En particular, tratamos de ver el efecto que pueda tener cambios en la estructura de los dos máximos accionistas, que involucra a entidades de crédito, en la rentabilidad del *período posterior* (ROA1)³⁰. En el Cuadro III definimos las variables principales de nuestro estudio, construidas a partir de las distintas combinaciones que se pueden presentar en la estructura de propiedad entre los dos mayores accionistas. Se propone un modelo para cada una de ellas que nos permita estimar el efecto que tienen sobre la rentabilidad.

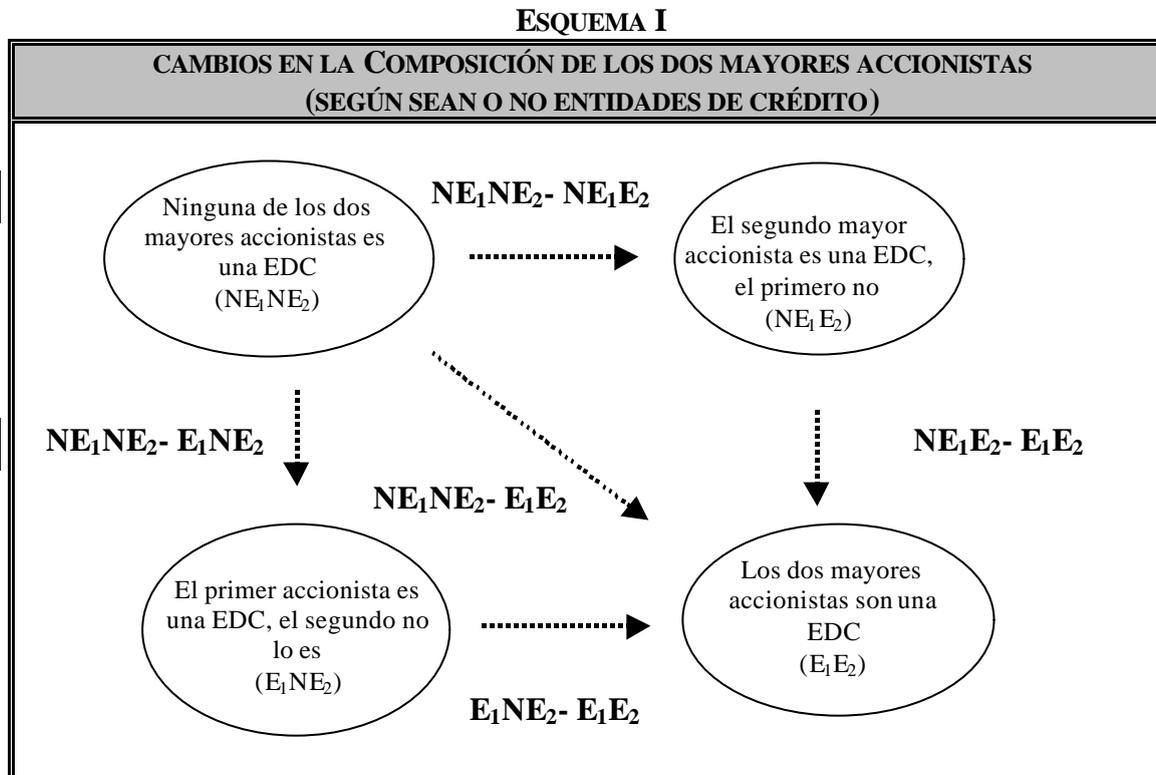
CUADRO III

| <i>Variables principales</i> | |
|------------------------------|---|
| $NE_1NE_2-NE_1E_2$ | <i>Variable dicotómica que toma el valor 0 si la estructura accionarial no tiene ninguna entidad de crédito entre sus dos mayores accionistas (NENE) y toma el valor 1 cuando en la estructura accionarial el segundo accionista sí es una EDC pero el primero no es EDC (NEE).</i> |
| $NE_1NE_2- E_1NE_2$ | <i>Variable dicotómica que toma el valor 0 cuando en la estructura accionarial ninguno de los dos mayores accionistas es una EDC (NENE) y toma valor 1 cuando en dicha estructura una EDC va a ser el primer accionista, pero no el segundo (ENE).</i> |
| $NE_1E_2-E_1E_2$ | <i>Variable dicotómica que toma el valor 0 cuando en la estructura accionarial el segundo accionista es una EDC y el primero no lo es (NEE), y toma el valor 1 cuando en la estructura los dos accionistas mayoritarios son EDC (EE).</i> |
| $E_1NE_2- E_1E_2$ | <i>Variable dicotómica que toma el valor 0 cuando en la estructura accionarial sólo el mayor accionista es una EDC (ENE) y toma el valor 1, cuando en dicha estructura los dos accionistas mayoritarios son EDC (EE).</i> |
| $NE_1NE_2-E_1E_2$ | <i>Variable dicotómica que toma el valor 0 cuando en la estructura accionarial ninguno de los dos mayores accionistas son EDC (NENE), y toma el valor 1 cuando los dos mayores accionistas son EDC (EE).</i> |

²⁹ La literatura relativa al estudio de la relación entre concentración de la propiedad y rentabilidad considera relevante examinar la posible existencia de endogeneidad a la hora de formular conclusiones al respecto. Ejemplo de esta discusión es Demsetz y Villalonga (2001) y muchos de los estudios actuales. En nuestro caso concreto, no estamos empleando la variable de concentración, sino que como veremos más adelante son variables dicotómicas de participación o no, que pudieran estar afectadas por el mismo problema, de ahí que estimemos el efecto de la participación sobre la rentabilidad adelantada un período.

³⁰ Aproximamos la rentabilidad de la empresa mediante la rentabilidad económica (ROA) como medida contable, dada la falta de valores bursátiles en nuestra muestra.

El Esquema I recoge, gráficamente, los cambios producidos en las estructuras de los dos mayores accionistas que dan lugar a las definiciones presentadas en el cuadro III.



Hemos de señalar, que al estimar en diferencias (efectos fijos), las desviaciones de las variables anteriores, suponen cambios entre los diversos tipos de estructuras definidos para una misma empresa. Para realizar el contraste del efecto de los cambios en la estructura de los dos mayores accionistas donde aparecen las entidades de crédito, sobre la rentabilidad, consideramos como especificación básica la que aparece en la ecuación (4.3), donde, además de la variable principal que recoge la estructura de los dos mayores accionistas, incluimos otras variables de control, siguiendo los trabajos de Demsetz y Villalonga (2001) y Morck *et al* (1988). En primer lugar, la concentración de la propiedad total, la cual es aproximada por dos variables. Por un lado, la variable que anotamos como “A” mide el porcentaje accionarial en manos de los dos mayores accionistas. Dado que tratamos de ver el efecto de la composición accionarial de los dos mayores accionistas sobre la rentabilidad, esta medida recoge la potencial propiedad accionarial de las entidades de crédito implicadas en dichas estructuras. Por otra parte, ACINCO recoge la dispersión accionarial, al medir el número de accionistas con más de un 5% del capital de la empresa. De esta manera, recogemos dos dimensiones en la concentración. La variable EDAD mide la madurez de la empresa y posibles efectos reputacionales. La variable INTANG, medida como la proporción de activos intangibles respecto al total de activos de la empresa, es una proxy de las posibilidades de crecimiento de las empresas. Al mismo tiempo, esta variable recoge la menor probabilidad de las empresas de presentar garantías frente a sus préstamos. EXT_ACT es el apalancamiento global de la empresa, medido por el volumen de exigible total

respecto al total del activo y LICIVE es la proxy de tamaño, medida por el logaritmo natural del importe neto de la cifra de ventas. Además, se han incluido los controles sectoriales, a través de dummies correspondientes a cada uno de los sectores de actividad medidos por el CNAE93, aunque no se presentan explícitamente en los modelos finales en la Tabla X³¹. Los modelos estimados también incluyen la posibilidad de que haya efectos individuales asociados a cada una de las empresas y que no podemos medir, los cuales se conocen como heterogeneidad inobservable (\mathbf{h}_i). La especificación queda por tanto³²:

$$ROA1_{it} = \mathbf{a} + \mathbf{b}_1 \begin{Bmatrix} NE_1 NE_2 - NE_1 E_2 \\ NE_1 NE_2 - E_1 NE_2 \\ NE_1 E_2 - E_1 E_2 \\ E_1 NE_2 - E_1 E_2 \\ NE_1 NE_2 - E_1 E_2 \end{Bmatrix}_{it} + \mathbf{b}_2 A_{it} + \mathbf{b}_3 ACINCO_{it} + \mathbf{b}_4 EDAD_{it} + \quad (4.3)$$

$$+ \mathbf{b}_5 INTANG_{it} + \mathbf{b}_6 EXT_ACT_{it} + \mathbf{b}_7 LICIVE_{it} + \mathbf{b}_8 INDUST_{it} + \mathbf{h}_i + \mathbf{e}_{it}$$

donde el término de error \mathbf{e}_{it} está distribuido normalmente con media cero y varianza σ^2 . La ecuación planteada recoge de manera resumida la formulación de los cinco modelos a estimar, donde la variable principal de cada uno de ellos corresponde a cada uno de los elementos de la llave asociada al primer coeficiente. El resto de variables se mantiene igual en todos los modelos.

Si tenemos en cuenta los resultados obtenidos hasta el momento, la posible expropiación llevada a cabo por las entidades de crédito como accionistas principales parecía ser más propicia cuando existe la posibilidad de coludir con otras entidades. En este sentido, contrastamos las especificaciones anteriores sobre la rentabilidad, en una submuestra donde exigimos que la participación del accionista mayoritario sea inferior al 50%. Esto permite centrarnos en aquellas situaciones en las que los mayores accionistas tengan que negociar entre ellos para formar los grupos de control y potencialmente coludir, para expropiar.

Estimamos un modelo para cada una de las distintas estructuras de propiedad que se pueden dar y que resumimos en el Esquema I. Como consecuencia de que disponemos de un panel, aplicamos la metodología de datos de panel para cada uno de estos modelos que, como ya apuntábamos anteriormente, nos va a permitir eliminar la mencionada heterogeneidad inobservable presente entre las distintas empresas de la muestra. Aplicamos el contraste de Hausman, constatándose la existencia de correlación de las mismas con las variables independientes, por lo que la estimación consistente será la de efecto fijos. La Tabla X recoge dichas estimaciones, así como los estadísticos

³¹ El número total de grupos sectoriales contruidos a partir del CNAE93 son 10, por lo que en cada uno de los modelos estimados en la Tabla X se han incluido 9 dummies, para evitar problemas de multicolinealidad. En aquellos modelos, donde no había empresas representativas de todos los sectores (ENE-EE y NEE-EE), se ha tenido en cuenta este hecho, y se ha eliminado un sector adicional para evitar los problemas de multicolinealidad mencionados anteriormente, teniendo en cuenta, además, las correlaciones entre los mismos.

³² Ver Apéndice D para la matriz de correlaciones de las variables en la estimación de la ecuación 4.3.

asociados al contraste de Hausman y a la bondad de ajuste para cada uno de los casos. De los cinco modelos planteados en el Esquema I, hay uno que no resulta ser significativo estadísticamente y que, por tanto, no aparece en la Tabla X. En concreto, nos referimos a las estimaciones de la estructura ENE-EE sobre la rentabilidad³³. El resto de modelos aparecen recogidos en dicha tabla, cuya primera columna recoge las estimaciones asociadas a las estructuras NENE-EE, donde la variable principal no resulta significativa. La columna (2) estima el efecto de las estructuras NENE-NEE, sobre la rentabilidad, no obteniendo significatividad estadística la variable al respecto. La columna (3) tiene en cuenta las estructuras NENE-ENE, donde sí que encontramos soporte estadístico respecto a la significatividad de la variable en cuestión. Y, por último, la columna (4) presenta las estimaciones del modelo donde estimamos el efecto de la estructura NEE-EE en la rentabilidad, y para la cual obtenemos, de nuevo, apoyo estadístico.

Observando los resultados de la Tabla X, la columna (1) nos indica que no hay efectos significativamente distintos en las rentabilidades de empresas cuyos mayores accionistas presentan estructuras homogéneas, es decir, el caso de las NENE-EE. Nosotros esperábamos que en la medida en que una empresa tiene dos entidades de crédito como mayores accionistas, se produjera un efecto expropiación sobre el resto de inversores y que esto llevara a un detrimento de la rentabilidad de la empresa. Parece que el efecto homogéneo versus heterogéneo prepondera sobre el de entidad de crédito no entidad de crédito. Así, si fuera cierto que existiera expropiación entre los accionistas bancarios, ésta no debe ser mayor que la que puedan ejercer otro tipo de accionistas de naturaleza distinta a la bancaria, si ambos son de la misma naturaleza. Respecto al segundo de los modelos, estimamos el efecto de la variable NENE-NEE, donde estamos comparando aquellas estructuras donde el segundo mayor accionista es una EDC con aquellas donde ninguno de los dos mayores accionistas lo es. Los resultados de la columna (2) nos indican que la presencia de una EDC, como segundo accionista, no afecta negativamente a la rentabilidad de una empresa, si la comparamos con la rentabilidad que se obtiene si ninguna EDC participa de las mismas como accionistas principales. Por lo tanto, la presencia de una EDC de forma secundaria no es particularmente dañina para la empresa, en términos de su rentabilidad. El tercero de los modelos, en la columna (3), corresponde a la estimación del efecto de las estructuras NENE-ENE en la rentabilidad. En este caso, obtenemos que si una empresa tiene una EDC como mayor accionista, la rentabilidad de estas empresas es inferior a la que se obtiene cuando ninguna de las dos lo es. Dicho de otra forma, si una empresa no tiene ningún accionista mayoritario que sea una EDC y pasa a cambiar su estructura de propiedad, de manera que una EDC se convierta en el mayor accionista, esto puede ser perjudicial para la empresa desde el punto de vista de su rentabilidad. Sin embargo, si pasase a formar parte de la propiedad como segundo máximo accionista, como nos indicaba la columna (2), entonces no podemos afirmar que sea perjudicial. Una posible explicación a este resultado sería la siguiente. Cuando una EDC aparece como mayor accionista en estructuras que son heterogéneas, veíamos en los resultados de la Tabla VIII como la diferencia en la concentración de propiedad entre los dos primeros accionistas (de distinta naturaleza) es superior, que si se trata de accionistas con la misma naturaleza. Por otra parte, sabemos que aunque la EDC sea el máximo accionista de la empresa, el porcentaje de propiedad que acumula no es tan elevado

³³ La falta de un número relevante de observaciones es la causa de la falta de significatividad del modelo.

como aquellos casos en los que no hay propiedad bancaria (véase Tabla II), y se sitúa, en media, por debajo del 50%. Por lo tanto, ambos hechos nos hacen pensar que se podría estar produciendo un comportamiento oportunista por parte de las EDC en los casos en los que asumen el papel del accionista mayoritario, lo cual no le supone la internalización de elevados costes ligados a la expropiación, ya que la concentración de la propiedad en sus manos, no es elevada, lo que le permite compensar las posibles pérdidas.

Por último, la cuarta columna recoge el modelo estimado para el caso en el que comparamos una empresa donde sólo el segundo accionista es una EDC con otras donde sus dos mayores accionistas son EDC (estructuras NEE-EE). En este caso, parece que la coexistencia de ambas EDC si supone una pérdida de rentabilidad para la empresa, en comparación con aquellas que sólo presentan una EDC como segundo mayor accionista. Por lo tanto, este resultado parece indicarnos que sí que existe un efecto expropiación, como argumentábamos al principio, de las dos EDC respecto al resto de accionistas, ya que se produce un efecto colusión donde ambas entidades tratan de obtener un beneficio privado a costa del resto de accionista minoritarios. Además, como confirmábamos en la hipótesis 2, la concentración de la propiedad en manos de ambas es relativamente inferior a la que otros accionistas de naturaleza distinta a la financiera adquieren, ya que de esa manera evitan asumir en exceso los costes de expropiación.

El conjunto de resultados obtenidos parece confirmar, por lo tanto, que la presencia de varias EDC como grandes accionistas genera una alta probabilidad de expropiación, lo cual se traduce, como hemos visto, en una reducción de la rentabilidad de las empresas donde aparecen dos EDC como grandes accionistas. Esto confirma plenamente la hipótesis fundamental del trabajo. Ahora bien, según los resultados obtenidos en la sección anterior (Tabla IX, columna (2)), veíamos que aunque el grupo de control estuviera formado por un accionista, también había alta probabilidad de expropiación por parte de la EDC. El hecho de que cuando la EDC sea el máximo accionista genere reducciones significativas en la rentabilidad de la empresa es un indicativo de la existencia de expropiación también en este caso. Por lo tanto, la presencia de una EDC como máximo accionista genera un efecto negativo sobre la rentabilidad de la empresa, sin embargo, cuando la EDC es el segundo mayor accionista, no encontramos este efecto negativo. Los resultados aquí obtenidos son consistentes con los que Boehmer (2000) obtiene para el caso alemán. Encuentra que en aquellas empresas con grandes accionistas controlando menos del 50%, el papel de los bancos es muy influyente, de manera que la presencia de los mismos es beneficiosa para la empresa si son los segundo o terceros mayores accionistas, sin embargo, no lo es si el banco es el máximo accionista.

Con relación al resto de los efectos recogidos por las variables de control, las estimaciones indican que cuanto mayor es la concentración de propiedad en manos de los dos mayores accionistas (modelo 4), menor es la rentabilidad de la empresa, aunque en los tres modelos restantes, que presentan mayor número de observaciones, no resulta ser significativa, por lo que tampoco podemos considerar éste como un resultado robusto³⁴. Estudios más específicos sobre el efecto de la concentración de la propiedad

³⁴ En la literatura relativa al análisis de la relación entre concentración de la propiedad y rentabilidad, el efecto resultante parece ser un efecto positivo (Galve y Salas, 1993; Azofra, et al, 1995; Alonso, 2002). Destacar que en todos ellos se emplean muestras de grandes empresas que cotizan en bolsa y cuyas

en la rentabilidad consideran la posibilidad de un efecto cuadrático (Morck, *et al*, 1988). Otros, como Demsetz y Villalonga (2001), para el caso americano, obtienen que dicha relación es inexistente³⁵. Por otro lado, la variable ACINCO recoge el efecto sobre la rentabilidad de la dispersión en la propiedad. Para todos los modelos en los que resulta ser significativa, obtenemos el mismo resultado y es que cuanto mayor es la dispersión en la propiedad, porque hay más accionistas que tienen más de un 5%, mayor es la rentabilidad de la empresa. Esto sería una expresión del “efecto de negociación”, según el cual el aumento en el número de accionistas en el grupo de control tiene efecto de poder “bloqueo”, lo que protege al accionista minoritario.

La variable INTANG sólo resulta ser significativa en un modelo (columna 4), por lo que los resultados deben ser analizados con cautela, proponiendo un efecto positivo en la rentabilidad, lo que nos indica que las empresas con mayores posibilidades de crecimiento, medido a través de su inversión en intangibles, consiguen rentabilizarlo en el período siguiente³⁶. La variable EXT_ACT parece estar relacionada con la rentabilidad de las empresas de forma positiva (en los tres primeros modelos, es donde resulta estadísticamente significativa), lo que refleja el carácter disciplinario que tiene la deuda como mecanismo adicional para controlar la posible discrecionalidad de los directivos (Jensen, 1986) y que otros trabajos empíricos para el caso español corroboran (Alonso *et al*, 2002; De Andrés *et al*, 2000; De Miguel *et al*, 2002)³⁷.

El efecto tamaño (TAM) que aparece recogido en todos los modelos refleja un efecto negativo sobre la rentabilidad, lo que también De Miguel *et al* (2002) obtienen para el caso español. Estos autores justifican este resultado, por el hecho de que las

medidas de rentabilidad no son contables, sino de mercado. Los dos primeros no consideran la posible endogeneidad, pero sí lo hace el tercero.

³⁵ En nuestro caso, sólo incluimos esta variable como elemento de control, por lo que no nos preocupa tanto la especificación más detallada de la misma. Sin embargo, para estudiar en mayor detalle el efecto de la concentración de la propiedad sobre la rentabilidad, y poder comparar nuestros resultados con los de otros trabajos antes mencionados, consideramos sendas estimaciones, que no aportamos, en las que añadimos a las estimaciones anteriores dos nuevas variables. PARBCO que recoge el efecto de la concentración en este caso por parte de las entidades de crédito que también son acreedores de las empresas y la variable A2 (el cuadrado de la concentración de los dos mayores accionistas), que nos permite medir en cierto modo el posible efecto no lineal entre la concentración de la propiedad y la rentabilidad, que otros trabajos proponen para el caso estadounidense (Morck *et al*, 1988). El resto de variables permanecen igual, y los requerimientos econométricos necesarios, detallados anteriormente, se aplican de nuevo. Los resultados indican que la participación bancaria, en general, parece tener un efecto positivo en la rentabilidad, en aquellos modelos en los que resulta ser significativa (modelo 3). Respecto al efecto total de la concentración de la propiedad global de la empresa, no se aprecian efectos no lineales. Para el caso español, existen pocos trabajos en esta línea, pero De Miguel *et al* (2002) sí que encuentran la existencia de una relación no lineal para el caso de una muestra de empresas que cotizan en bolsa.

³⁶ Este resultado es también obtenido por De Miguel *et al* (2002).

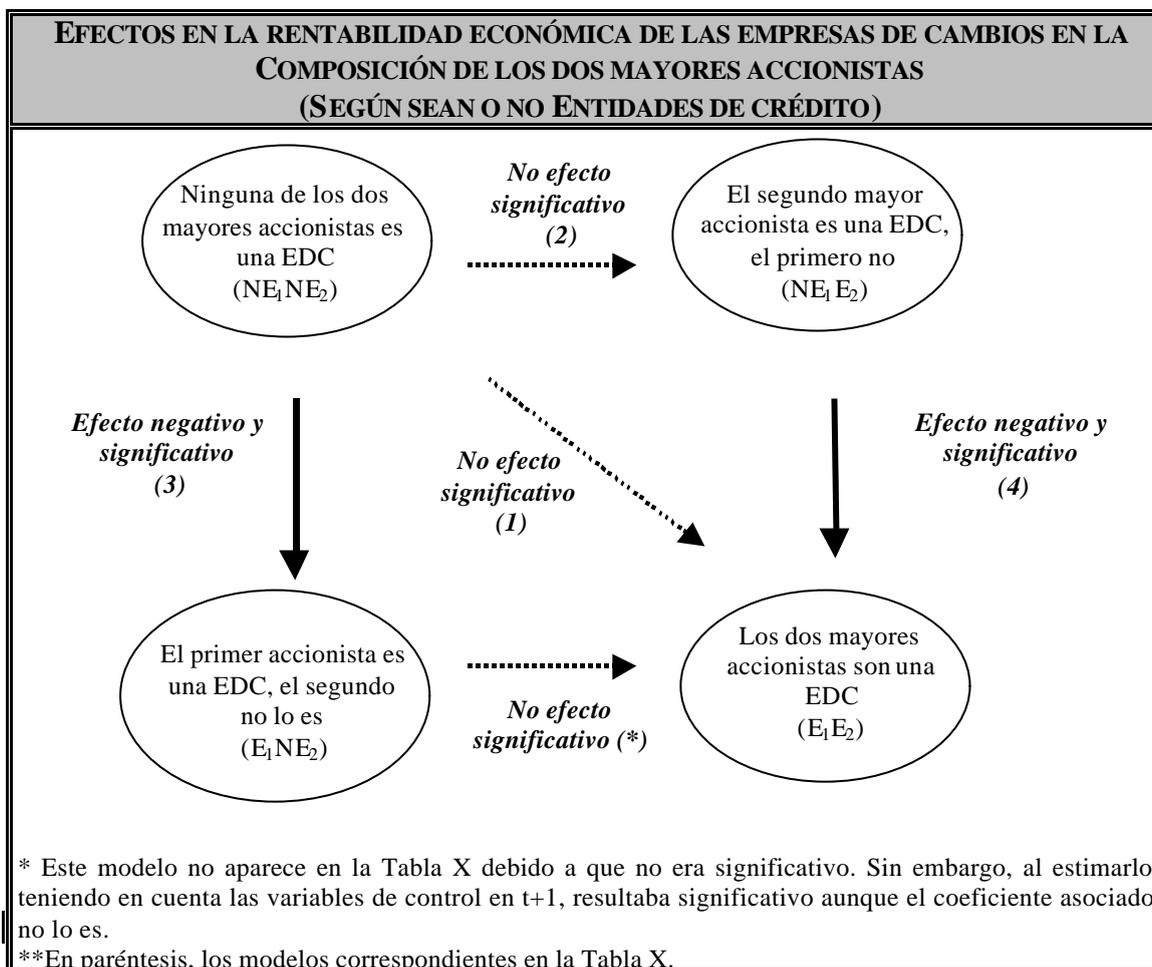
³⁷ Para el caso español, encontramos diversos resultados. Autores como De Miguel y Pindado (2001) no encuentran soporte empírico para corroborar que la deuda resuelva los problemas de free cash flow, y por tanto que no sirva como mecanismo para disciplinar el comportamiento discrecional de los directivos. Otros trabajos como Alonso *et al* (2002) y De Miguel *et al* (2002) encuentran, como en nuestro caso, que tanto la deuda como la concentración de la propiedad pueden ser mecanismos que sirvan para controlar la discrecionalidad de los directivos, sugiriendo los últimos que una empresa más endeudada necesita una estructura menos concentrada que otra menos endeudada para conseguir el mismo valor. Por su parte, Crespi (1998) encuentra que en el caso de empresas controladas por individuos, la deuda no tiene un carácter disciplinario, siendo la concentración elevada de la propiedad el mecanismo empleada por éstas.

empresas más grandes están sujetas a la existencia de mayores problemas de agencia e información asimétrica.³⁸

La principal conclusión que obtenemos de los resultados anteriores y que constituye una aportación relevante en este campo respecto a los trabajos existentes, es que no se puede afirmar, de una manera generalizada, que la presencia de una entidad de crédito como accionista sea perjudicial para la empresa, ya que hay que analizar la posición que ocupa dicho accionista en la propiedad, así como la naturaleza del otro accionista que aparece entre los dos mayores (si es o no entidad de crédito). Los resultados aquí obtenidos pueden ayudarnos a entender otros encontrados en la literatura. Así, Cuervo-Cazurra (1999) obtenía una relación negativa entre rentabilidad y participación bancaria. A la luz de lo que obtenemos en este trabajo, podemos decir que ese efecto puede ser debido a que los dos accionistas mayoritarios son EDC o a que los es el mayor accionista. Sin embargo, no podemos concluir este resultado cuando la entidad de crédito aparece en segundo lugar. En el Esquema II se resumen los principales efectos resultantes de las estimaciones y producidos por cambios en la estructura de los mayores accionistas sobre la rentabilidad económica de la empresa

³⁸ Debido a que la variable dependiente la estimamos en $t+1$, es razonable pensar que las variables de control también fueran estimadas en $t+1$. Sin embargo, además de la variable principal de estudio hay otras dos variables de control, ACINCO y A, que por lo expuesto en el texto, pueden ser endógenas, lo cual justifica su estimación en t , así como para el caso de EXT_ACT, como se muestra Casasola (2003). Sin embargo, en el caso de las variables de control como EDAD, INTANG y LICIVE, no existe dicha endogeneidad. Cuando realizamos las estimaciones, no presentadas aquí, teniendo en cuenta todos los requerimientos econométricos, similares a los llevados a cabo en el texto, obtenemos prácticamente los mismos resultados, salvo dos excepciones. Por un lado, el modelo en el que estimamos ENE-EE, que antes no resultaba significativo, sí que lo es ahora, pero el coeficiente asociado no es estadísticamente significativo. El hecho de que esto sea así, supone que la expropiación llevada a cabo por el máximo accionista como entidad de crédito, es tal que aunque otra entidad de crédito entre a formar parte de esa estructura como segundo accionista, se sigue dando aquella con la misma intensidad. Por otro lado, el coeficiente asociado a la estimación de NEE-EE, aunque sigue siendo negativo, la significatividad se reduce al 10%. El resto de conclusiones permanecen inalteradas. Sin embargo, hemos de destacar que la bondad de ajuste de estos modelos es peor que la presentada en el texto.

ESQUEMA II



7. CONCLUSIONES

En este artículo hemos estudiado aspectos asociados a la relación banca-industria, centrándonos en el papel desempeñado como accionista por parte de las entidades de crédito. La idea general que emerge de nuestro análisis es que las entidades de crédito prefieren aparecer junto con otras entidades bancarias como accionistas mayoritarios en la propiedad de las empresas, en lugar de hacerlo individualmente. Además, en caso de participar como accionistas principales, el porcentaje de propiedad que adquieren es inferior al que otros tipos de accionistas mayoritarios adquieren, si bien es lo suficientemente importante para poder tomar decisiones influyentes en la empresa. Explicamos esto en términos de la posible expropiación que de los accionistas minoritarios hacen las entidades financieras (consiguiendo, por ejemplo, negocio inducido en forma de gestión de nóminas y venta de productos financieros en condiciones nada ventajosas para la empresa). Esta expropiación será tanto más beneficiosa para los accionistas mayoritarios (las entidades de crédito) en tanto que su participación mayoritaria no sea excesivamente elevada, puesto que en tal caso

internalizarían excesivamente los costes de la expropiación al repercutir, básicamente, sobre las propias entidades de crédito el efecto perverso de su comportamiento, en forma de unos menores beneficios y/o una pérdida de valor bursátil de la empresa.

Por otra parte, también comprobamos que en caso de participar en estructuras de propiedad con varios grandes accionistas, si las entidades de crédito son los dos primeros accionistas, éstas prefieren que exista una cierta simetría entre las participaciones de ambos accionistas. Esto, de nuevo, es una consecuencia de la predisposición a expropiar a los accionistas minoritarios cuando dichas entidades coaligan entre ellas. En tal caso, la forma óptima de influir en las decisiones de la empresa consiguiendo beneficios privados, sin que esto resulte demasiado costoso individualmente para las entidades financieras, es precisamente una distribución simétrica de las participaciones.

Respecto al debate abierto en la literatura en cuanto al efecto de la propiedad bancaria y la rentabilidad de las empresas, este trabajo contribuye a esclarecer el estado de la cuestión, aportando nueva evidencia. En particular, partimos de la definición de dos tipos de estructuras en las que las entidades de crédito pueden aparecer como máximos accionistas. Así, hablamos de estructuras heterogéneas, donde uno de los dos mayores accionistas es una entidad de crédito, y estructuras homogéneas, donde los dos son entidades de crédito o ninguno lo es. A partir de los resultados obtenidos, concluimos que no se puede afirmar, de manera general, que la presencia de una entidad de crédito sea siempre perjudicial para la empresa, ya que lo que resulta relevante es el tipo de estructura en la que aparece. Utilizando la base de datos SABE para el período 1996-1999, encontramos que si la entidad de crédito forma parte de estructuras heterogéneas no tiene por qué ser siempre perjudicial para la empresa, en términos de su rentabilidad. Así, si comparamos estructuras donde ninguno de los dos mayores accionistas sea una entidad de crédito con aquellas donde el segundo se convierte en entidad de crédito, la rentabilidad de ambas estructuras no resulta ser significativamente distinta. Por el contrario, cuando la entidad de crédito pasa a ser el mayor accionista, en ese caso, sí que se produce una reducción en la rentabilidad de estas empresas. Estos resultados ponen de manifiesto que en las estructuras heterogéneas, si el segundo accionista es la entidad de crédito, se da principalmente el efecto negociación donde la entidad de crédito, que no es el principal accionista, parece ponerse de acuerdo con el accionista mayoritario para la toma de decisiones; debido a que los intereses de ambos son distintos, se reduce su poder de negociación frente al resto de accionistas minoritarios, lo cual será positivo para la empresa. Sin embargo, si el primero es la entidad de crédito, parece que es el efecto desacuerdo el que tiene un mayor peso y aunque, en principio, también existe divergencia de intereses, la entidad de crédito puede estar actuando en su propio interés (buscando negocio inducido, por ejemplo) y la falta de acuerdo con el segundo accionista no permite una toma de decisiones óptima para la empresa, lo que redundará en un efecto total negativo para la empresa.

Por otra parte, la evidencia encontrada muestra que las estructuras homogéneas compuestas por dos entidades de crédito provocan una rentabilidad que no difiere significativamente de las estructuras homogéneas de naturaleza distinta a la financiera. Esto nos indica que en caso de que se produzca un efecto expropiación en las dos entidades de crédito, éste no va a ser mayor que el que puedan provocar otros agentes de similar naturaleza entre sí, pero distinta a la bancaria. En estos casos, la convergencia de

intereses entre ambos accionistas favorece la colusión, ya que puede ser más fácil encontrar objetivos comunes, lo que incentivará la expropiación de los minoritarios. Sin embargo, las estructuras homogéneas de dos entidades de crédito resultan ser significativamente menos rentables que aquellas estructuras heterogéneas donde el segundo accionista es de naturaleza bancaria, lo que nos permite detectar la existencia de un efecto expropiador asociado a estructuras homogéneas frente a heterogéneas. En línea con estas conclusiones, además verificamos empíricamente que, en la medida en la que un mayor número de entidades de crédito entre a formar parte de la propiedad de la empresa, independientemente del número de accionistas en el grupo de control, se producen de manera significativa las condiciones más favorables para la expropiación, lo que corrobora la menor rentabilidad encontrada en las estructuras homogéneas. En la medida en la que las entidades de crédito entran a formar parte de la propiedad como máximos accionistas, también se produce un efecto expropiación. Además de la evidencia encontrada respecto a que las entidades de crédito tienden a aparecer conjuntamente, otros comportamientos asociados al efecto expropiador, son la adquisición de porcentajes de propiedad similares, que por lo general, suponen un porcentaje accionarial inferior al que adquieren otro tipo de grandes accionistas de naturaleza distinta a la financiera

El estudio empírico se lleva a cabo a partir de una muestra de la base de datos SABE para el período 1996-1999 para empresas españolas y, dadas las características de los datos aplicamos la metodología basada en datos de panel.

Como limitaciones a este trabajo, encontramos que la falta de observaciones en algunas de las estructuras compuestas por entidades de crédito pueda ser la causa para la falta de un fuerte soporte estadístico para algunas de las estimaciones. Por otra parte, sería interesante realizar el estudio del efecto de dichas estructuras de propiedad sobre las rentabilidades de mercado, además de las medidas contables. Esto será materia para investigaciones futuras.

APÉNDICES

APÉNDICE A: TABLAS DEL TEXTO

TABLA IA
DISTRIBUCIÓN ANUAL DE LAS OBSERVACIONES DE LA MUESTRA

| 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|--------|--------|--------|--------|
| 2.808 | 2.754 | 2.817 | 2.965 |
| 24,75% | 24,28% | 24,83% | 26,14% |

TABLA IB
DISTRIBUCIÓN ANUAL Y SECTORIAL DE LA MUESTRA

| Total (%) | |
|-----------|-------|
| S0 | 1.01 |
| S1 | 12.15 |
| S2 | 23.47 |
| S3 | 6.18 |
| S4 | 7.58 |
| S5 | 34.47 |
| S6 | 5.20 |
| S7 | 6.88 |
| S8 | 0.49 |
| S9 | 2.57 |

Ver Apéndice C para correspondencias de los sectores.

TABLA II
ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS ASOCIADOS AL PORCENTAJE DE PROPIEDAD EN MANOS DE LOS 5 MAYORES ACCIONISTAS

| | TOTAL DE LA MUESTRA | | | EMPRESAS PARTICIPADAS POR ALGUNA ENTIDAD DE CRÉDITO | | | EMPRESAS CUYO PRIMER ACCIONISTA ES UNA ENTIDAD DE CRÉDITO | | |
|---------------------------|---------------------|--------------|----------------|---|--------------|----------------|---|--------------|----------------|
| | TOTAL (1) | PQÑAS (2) | GRANDES (3) | TOTAL (4) | PQÑAS (5) | GRANDES (6) | TOTAL (7) | PQÑAS (8) | GRANDES (9) |
| 1^{ER} ACC | 68,28 | 66,13 | 74,26*** | 44,09 | 41,99 | 39,25 | 46,47 | 55,58 | 28,78*** |
| 2^O ACC | 22,49 | 23,89 | 19,00*** | 14,20 | 17,03 | 12,36*** | 12,01 | 17,99 | 12,82 |
| 3^{ER} ACC | 13,12 | 13,95 | 9,15*** | 8,14 | 8,83 | 6,97*** | 5,06 | 10,02 | 6,17*** |
| 4^O ACC | 9,79 | 10,84 | 5,81*** | 5,7 | 6,91 | 4,74*** | 3,17 | 9,21 | 4,15*** |
| 5^O ACC | 6,57 | 7,86 | 3,78*** | 3,37 | 4,22 | 3,08*** | 1,57 | 4,55 | 3,03*** |

¹ Las empresas pequeñas tienen menos de 50 trabajadores y las grandes más de 200
*** significatividad al 99%, del contraste de medias relativo al porcentaje de propiedad en manos de los cinco mayores accionistas, según su tamaño.

TABLA III
PORCENTAJE DE EMPRESAS CON ENTIDADES DE CRÉDITO
COMO ACCIONISTAS MAYORITARIOS

| | PRIMER ACCIONISTA | SEGUNDO ACCIONISTA | UNO DE LOS 10 PRIMEROS ACCIONISTAS |
|---|--------------------------|---------------------------|---|
| EDC | 1,29% (146 obs.) | 1,34% (152 obs.) | 3,73% (423 obs) |
| Bancos | 65,75% | 61,18% | |
| Cajas | 34,25% | 38,82% | |
| PORCENTAJES RELATIVOS A LA PARTICIPACIÓN TOTAL DE BANCOS Y CAJAS | | | |
| Bancos | 30% | 29% | |
| Cajas | 25% | 29% | |

TABLA IV
DISTRIBUCIÓN POR TAMAÑOS DE LAS EMPRESAS PARTICIPADAS

| | PEQUEÑAS ¹ | MEDIANAS ¹ | GRANDES ¹ |
|-------------------------|------------------------------|------------------------------|-----------------------------|
| EDC | 19,39% | 31,91% | 48,70% |
| A/ BANCOS | 15,51% | 28,16% | 56,33% |
| Banco nacional | 16,24% | 30,63% | 53,14% |
| Banco extranjero | 13,08% | 16,82% | 70,09% |
| B/ CAJAS | 21,57% | 33,3% | 45,10% |
| Caja de ahorros | 19,29% | 34,01% | 46,70% |
| Caja rural | 90% | 10% | |

¹ Las empresas pequeñas tienen menos de 50 trabajadores, las medianas entre 50 y 200 trabajadores y las grandes más de 200

TABLA V
PORCENTAJES DE ESTRUCTURAS HOMOGÉNEAS
Y HETEROGÉNEAS EN LA MUESTRA

| | % Total muestra |
|------------------------|------------------------|
| EE=1 | 0,3% (34 emp.) |
| EE=0 | 97,63% (11310 emp) |
| ENE=1 | 2,03% (230 emp.) |
| EDC1=1 y EDC2=0 | (112 emp) |
| EDC2=1 y EDC1=0 | (118 emp.) |

EDC1 (EDC2) significa entidad de crédito como primer (segundo) accionista mayoritario

TABLA VI
PROBABILIDAD DE ESTAR PARTICIPADA POR UNA ENTIDAD DE CRÉDITO COMO PRIMER/SEGUNDO MAYOR ACCIONISTA SEGÚN SI EL SEGUNDO/PRIMERO LO SEA O NO.

| | EDC1=1 | EDC1=0 | P-valor³⁹ |
|-----------------------------------|---------------|---------------|-----------------------------|
| Probabilidad de que EDC2=1 | 20,4% | 1,15% | (0,00) |
| | EDC2=1 | EDC2=0 | |
| Probabilidad de que EDC1=1 | 15,2% | 0,8% | (0,00) |

TABLA VII
NIVEL MEDIO DE CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD DE UNA EMPRESA

| | El primer accionista es una EDC (EDC1=1) | El primer accionista no es una EDC (EDC1=0) | t-test (P-valor) |
|---------------|---|---|-------------------------|
| CONCEN | 72,99% | 79,16% | 2,01 (0,045) |
| | Los dos mayores accionistas son una EDC (EE=1) | Ninguno de los dos mayores accionistas es una EDC (EE=0) | T-test (P-valor) |
| CONCEN | 55,78% | 79,14% | 3,45 (0,00) |

TABLA VIII
DIFERENCIA EN EL PORCENTAJE ACCIONARIAL ENTRE LOS DOS PRIMEROS ACCIONISTAS

| | Estructura heterogénea (ENE=1) | Estructura homogénea (ENE=0) | P-valor |
|---------------|---------------------------------------|---|----------------|
| DIFCON | 35% | 23,95% | -4.04 (0,00) |
| | Estructura heterogénea (ENE=1) | Estructura homogénea (ambos son EDC) | Pvalor |
| DIFCON | 35% | 21% | -1.59(0.11) |

³⁹ En este caso, aplicamos el contraste Pearson-Chi(2), ya que al ser las variables dependientes dicotómicas, éstas no se adecuan a la normalidad que asume el contraste de la T-student.

TABLA IX
MODELOS DE PANEL EMPLEADOS PARA LA ESTIMACIÓN DEL EFECTO EXPROPIACIÓN

| PARGC | Efectos fijos | |
|-------------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| | Modelo 1 | Modelo 2 |
| Numbankprop | -1.787865*** (-2.49) | -1.321.542* (-1.77) |
| Numgc | -3.786036*** (-10.38) | |
| D1nump | | -1.371.133** (-2.06) |
| Parbco | .0658427*** (2.97) | .0738532*** (3.29) |
| Lventas | -.0561273 (-0.60) | -.0661512 (-0.70) |
| Roa | -1.224837* (-1.87) | -1.197925* (-1.81) |
| Intang | -2.488814 (-0.91) | -2.281591 (-0.83) |
| exsb_act | -1.424586** (-2.08) | -1.304457* (-1.89) |
| db_dcc | -.5555602 (-1.22) | -.5654385 (-1.23) |
| Familia | -4.858215*** (-10.34) | -5.741362*** (-12.30) |
| Edad | .5262348*** (8.65) | .5778272*** (9.46) |
| Riesgo | .0388932 (0.08) | .128477 (0.26) |
| Cons_ | 7.895554*** (30.79) | 7.301756*** (28.98) |
| Nº observac. | 9185 | 9185 |
| Test de Hausman¹ | 502.93 (0.00) | 593.5 (0.00) |
| Test de Sargan² | 15.97 (0.00) | 13.56 (0.258) |
| Bondad de ajuste³ | 18.97 (0.00) | 13.58 (0.00) |

* Las controles sectoriales se han incluido en todos los modelos.

¹ Estadísticos χ^2 y p-valor del test de Hausman: contraste de igualdad entre los modelos de efectos fijos y aleatorios.

² Estadísticos F y p-valor del contraste de Sargan: contraste de igualdad entre los modelos de mínimos cuadrados ordinarios y el de variables instrumentales.

³ Estadísticos y p-valores del ajuste de los modelos. En el caso de las estimaciones con efectos fijos se trata del estadístico F.

TABLA X
EFFECTO SOBRE LA RENTABILIDAD DE LOS DISTINTOS CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

| ROA1 | Efecto fijos (1) | Efecto fijos (2) | Efecto fijos (3) | Efecto fijos (4) |
|-------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| NENE-EE | -.0619753 (-0.75) | | | |
| NENE-NEE | | .0086211 (0.33) | | |
| NENE-ENE | | | -.0712846* (-1.86) | |
| NEE-EE | | | | -.1492238** (-2.51) |
| A | .0004209 (1.03) | .0003462 (0.86) | .0004914 (1.21) | -.0126783*** (-3.11) |
| Acinco | .00956*** (2.66) | .00906*** (2.57) | .0081968** (2.31) | .0108891 (0.43) |
| Edad | .0009882 (0.47) | .0008972 (0.44) | -.0002532 (-0.12) | -.0063562 (-0.84) |
| Intang | -.0430258 (-0.54) | -.0474591 (-0.60) | -.0314948 (-0.40) | 2.468287* (1.95) |
| Ext_act | .047766*** (3.05) | .0505883*** (3.25) | .0475911*** (3.04) | .1624251 (1.27) |
| Licive | -.0166311** (-2.01) | -.0191528** (-2.47) | -.0142568* (-1.80) | -.0311593** (-2.27) |
| Cons_ | .2459139** (2.16) | .2875559*** (2.67) | .2382184** (2.16) | 1.215027*** (3.43) |
| Nº de observaciones | 1724 | 1747 | 1747 | 59 |
| Test de Hausman¹ | 67,15 (0,00) | 77,85 (0,00) | 63,42 (0,00) | 60,60 (0,00) |
| Bondad de ajuste² | 2,04 (0,0092) | 2,09 (0,0073) | 2,19 (0,0043) | 3,17 (0,02) |

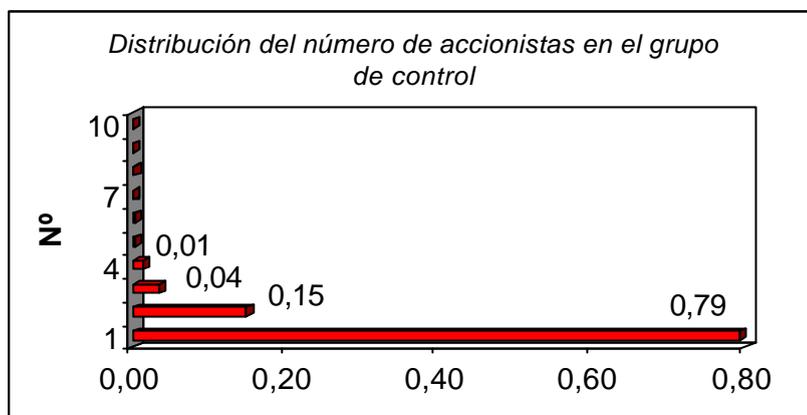
***p-valor 0.01, **p-valor 0.05, *p-valor 0.10. En paréntesis los T-estadísticos.

¹ Estadísticos X^2 y p-valor del test de Hausman: contraste de igualdad entre los modelos de efectos fijos y aleatorios.

² Estadísticos y p-valores del ajuste de los modelos. En el caso de las estimaciones con efectos fijos se trata del estadístico F . En el caso de las estimaciones por efectos aleatorios se trata del estadístico X^2 .

APÉNDICE B: GRÁFICOS

GRÁFICO I



* El número de individuos en el grupo de control se define como el número mínimo de accionistas necesarios para conseguir el 50% del capital de la empresa

GRÁFICO 2

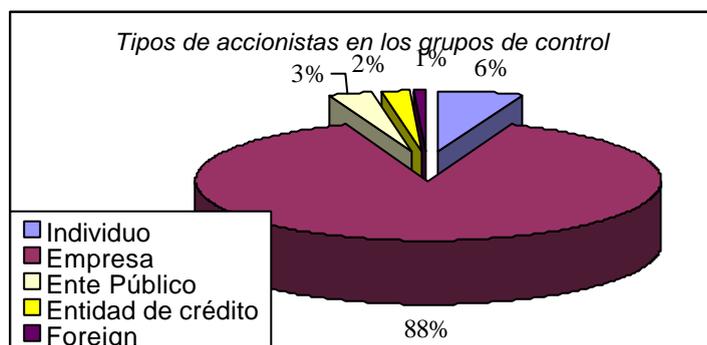


GRÁFICO 3

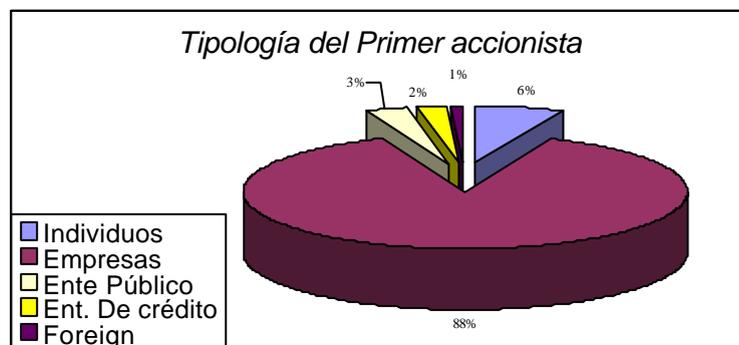


GRÁFICO 4

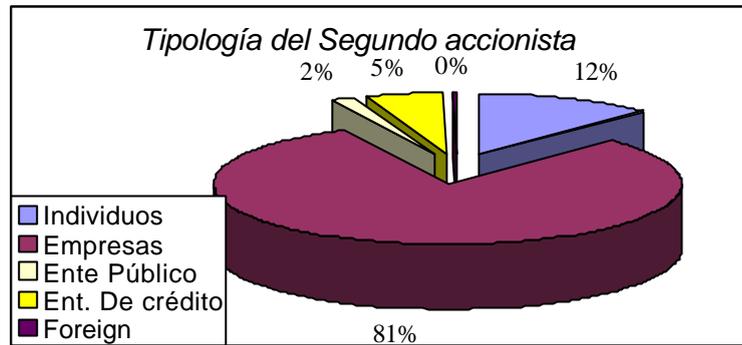


GRÁFICO 5

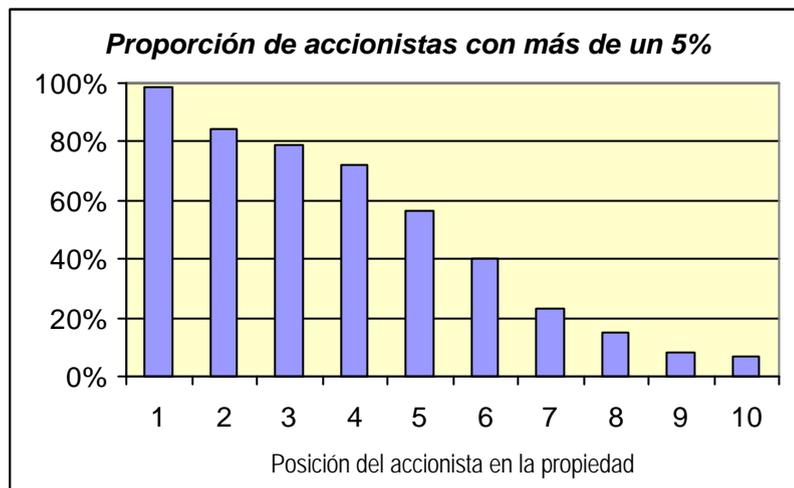


GRÁFICO 6

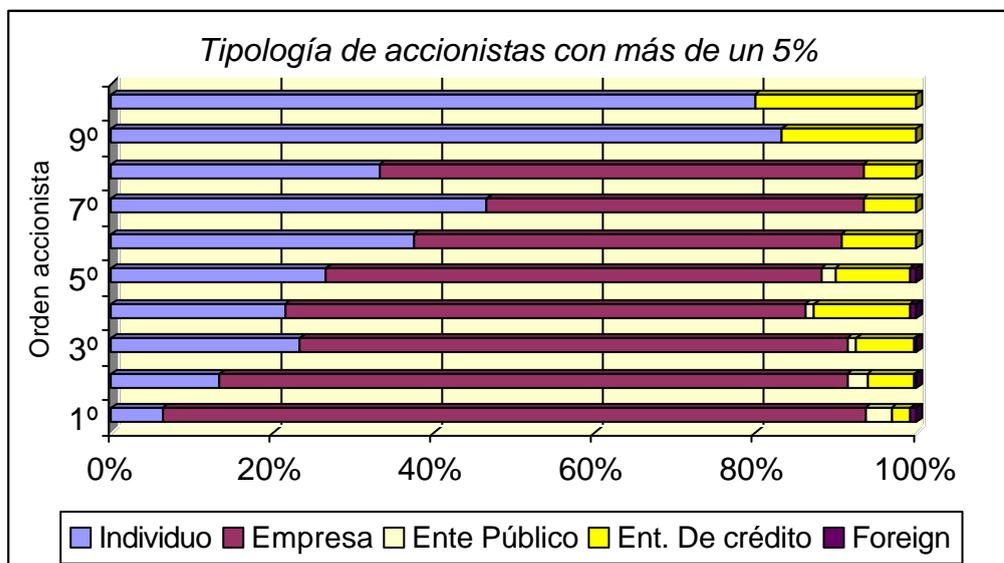


GRÁFICO 7

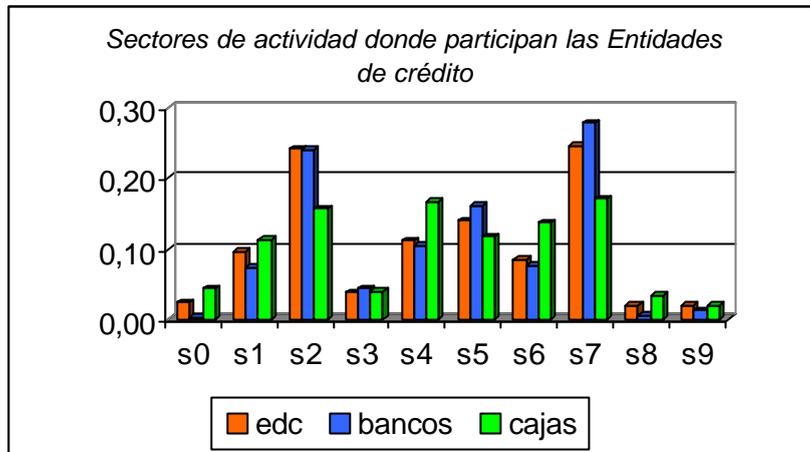


GRÁFICO 8

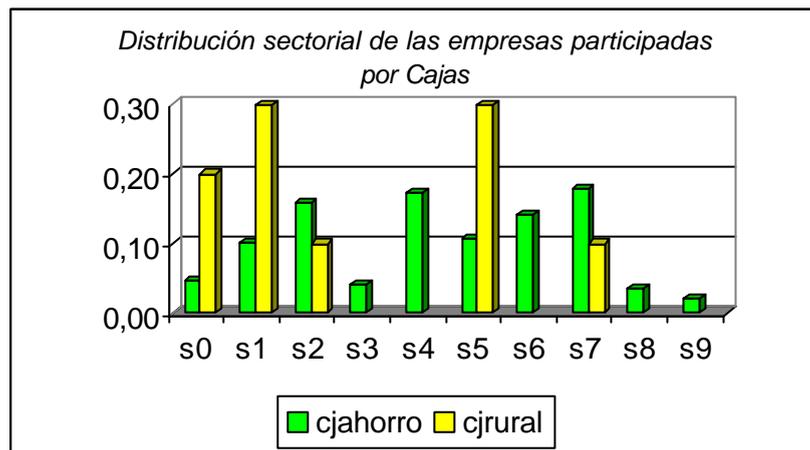


GRÁFICO 9

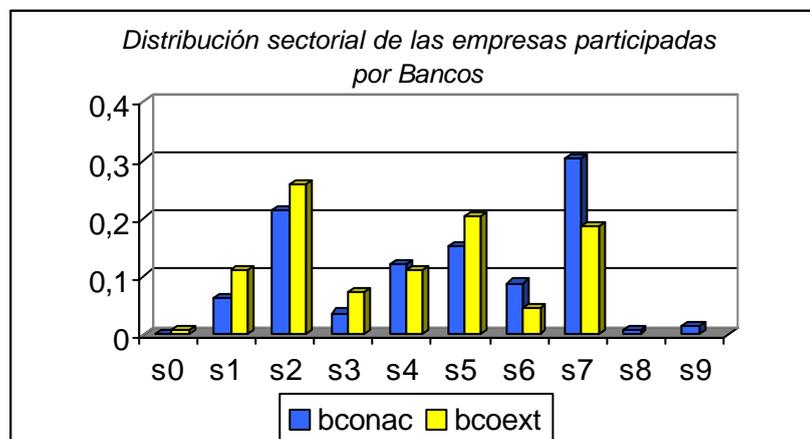


GRÁFICO 10

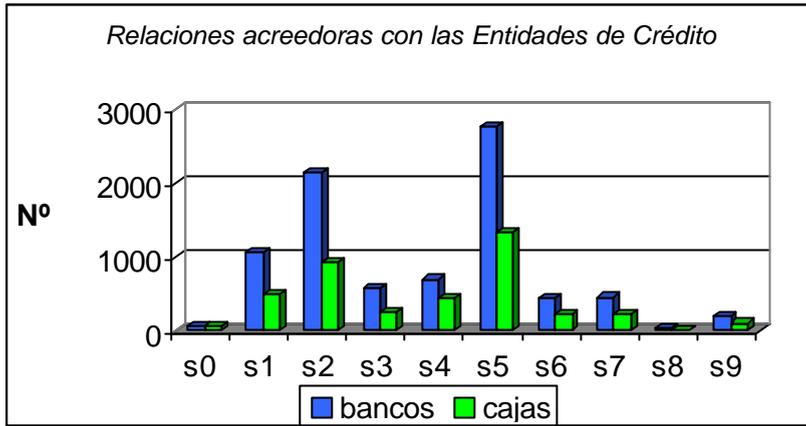


GRÁFICO 11

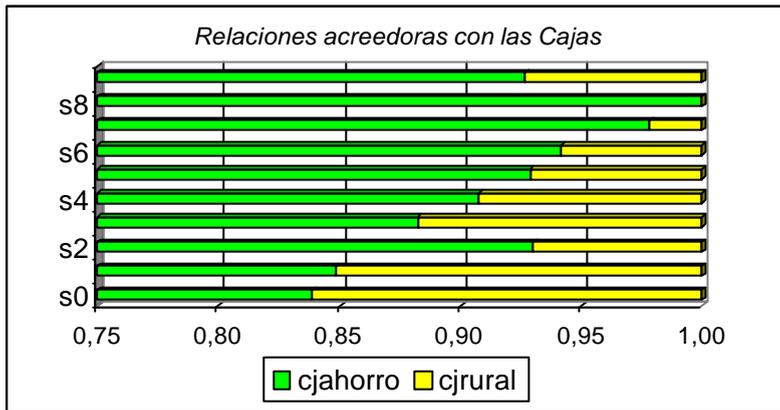


GRÁFICO 12

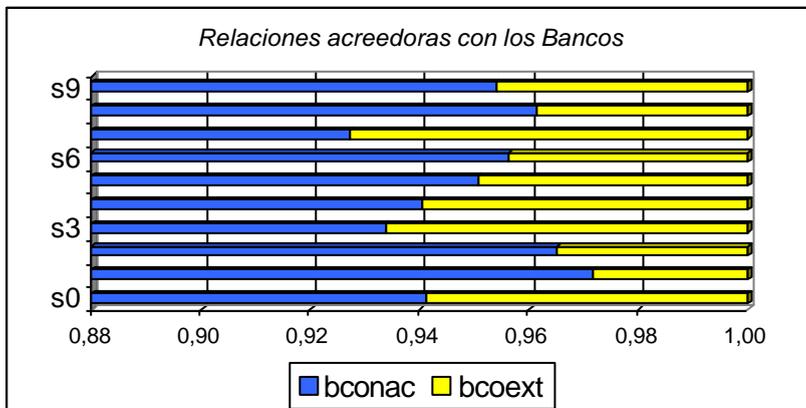


GRÁFICO 13

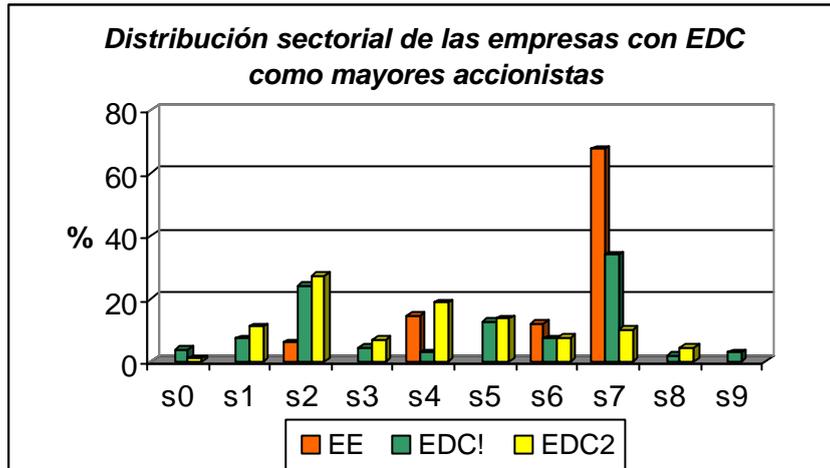
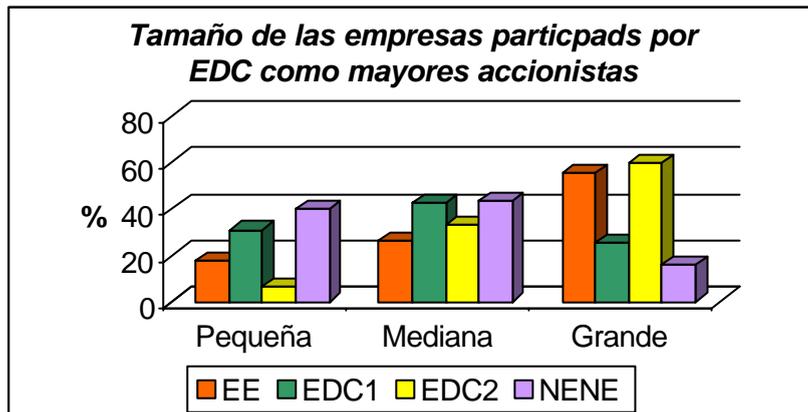


GRÁFICO 14



APÉNDICE C: CÓDIGOS SECTORIALES ASOCIADOS AL CNAE93.

- S0 Agricultura y Pesca
- S1 Industrias extractivas, manufactureras y de Alimentación y Tabaco
- S2 Industria Química
- S3 Fabricación de maquinarias y otros tipos de fabricación.
- S4 Producción y Distribución de Energía Eléctrica
- S5 Comercio al por mayor y al por menor. Hostelería
- S6 Transportes y Comunicaciones
- S7 Actividades inmobiliarias
- S8 Educación y actividades sanitarias
- S9 Actividades recreativas, culturales, deportivas y otros.

APÉNDICE D: MATRIZ DE CORRELACIONES ASOCIADAS A LOS DISTINTOS MODELOS PROPUESTOS.

MATRIZ DE CORRELACIONES ASOCIADA A LA TABLA IX

| | Numpro | | | | | | | | | | | |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|--------|--------|
| | pargc | p | numgc | parbco | Licive | roa | intang | exsb_act | db_dcc | Family | edad | riesgo |
| Pargc | 1 | | | | | | | | | | | |
| Numprop | -0.0887* | 1 | | | | | | | | | | |
| Numgc | 0.0756* | 0.1332* | 1 | | | | | | | | | |
| Parbco | 0.0011 | 0.2174* | 0.0197* | 1 | | | | | | | | |
| Licive | 0.0505* | 0.0739* | -0.0088 | 0.0053 | 1 | | | | | | | |
| Roa | -0.0277* | -0.0090 | -0.0006 | -0.0165 | 0.0795* | 1 | | | | | | |
| Intang | -0.0318* | -0.0115 | 0.0272* | 0.0593* | -0.0156 | -0.0260* | 1 | | | | | |
| exsb_act | 0.1147* | -0.0515* | -0.0297* | -0.0070 | 0.0677* | -0.2495* | 0.0212* | 1 | | | | |
| db_dcc | -0.3409* | -0.0368* | 0.1141* | -0.0492* | -0.1282* | -0.0332* | 0.0099 | -0.2998* | 1 | | | |
| Family | -0.2038* | 0.0061 | 0.3391* | -0.0266* | -0.0495* | 0.0136 | 0.0242* | -0.0340* | 0.1911* | 1 | | |
| Edad | -0.0338* | 0.1076* | 0.0049 | 0.0443* | 0.1366* | -0.0064 | -0.0581* | -0.1107* | 0.0171 | -0.0081 | 1 | |
| Riesgo | 0.0711* | -0.0106 | 0.0062 | -0.0082 | -0.0375* | -0.0802* | -0.0145 | 0.1098* | -0.1144* | -0.0303* | 0.0036 | 1 |

MATRIZ DE CORRELACIONES ASOCIADA A LA TABLA X

| | a | Acinco | ext_act | licive | edad | intang |
|----------------|----------|----------|----------|---------|---------|--------|
| a | 1 | | | | | |
| acinco | -0.1703* | 1 | | | | |
| Ext_act | 0.1222* | -0.0174 | 1 | | | |
| licive | -0.0502* | -0.1026* | 0.0741* | 1 | | |
| edad | -0.1637* | -0.0142 | -0.2320* | 0.1581* | 1 | |
| intang | 0.0031 | 0.0179 | 0.2012* | -0.0435 | -0.0343 | 1 |

*El resto de variables principales no se presentan en las tablas, pero todas las correlaciones son inferiores al 50%.

REFERENCIAS

- ALONSO, S. Y DE ANDRÉS, P.. (2002): “Estructura de propiedad y resultados en la gran empresa española en el contexto de una relación endógena”. *Actas del XII Congreso de Acede*. Palma de Mallorca, Septiembre.
- ARELLANO, M. Y BOVER, Y. (1990): “Un estudio econométrico con datos de panel”. *Investigaciones Económicas*, vol 14, núm 1, pp. 3-45.
- AZOFRA-PALENZUELA, V, RODRÍGUEZ SANZ, J.A: Y VALLELADO, E... (1.995): “Estructura de propiedad, endeudamiento y resultados en la gran empresa industrial española: un enfoque de agencia”, *Actas de la X Jornadas de Economía Industrial*, pp. 129-145..
- BENNETSEN, M. Y WOLFENZON, D. (2000): “The Balance of Power in Closely Held Corporations”. *Journal-of-Financial-Economics*; 58(1-2), pp. 113-39.
- BERLE, A.A. Y MEANS, G.C. (1932): “The modern corporation and private property”. MacMillan Publishing Co., New York.
- BERGLOF, (1990). “Capital structure as a mechanism of control: A comparison of financial systems”, in Masahiko Aoki, et al. Eds: *The Firm as a nexus of treaties* (Sage Publications, London).
- BLOCH, F Y HEGE, U. (2001): “Multiple Shareholders and Control Contests”. *Working Paper, CEPR*. July..
- BOEHMER, E. (2000): “Business Group, bank control and large shareholders: an analysis for German takeover”. *Journal of Financial Intermediation*, 9 pp. 117-148.
- CABLE. J.R. (1985): “Capital market information and industrial performance: The role of West German banks”. *Economic Journal*, 95 pp. 118-132.
- CALS, J. (1998): “Las participaciones empresariales de las cajas de ahorros españolas”. *Papeles de Economía Española*, nº 74-75
- CASASOLA, M.J: (2003): “Efectos de la política de inversión bancaria en la estructura de capital de las empresas españolas”. *Mimeo*. Universidad Carlos III Madrid
- CASASOLA, M.J: Y TRIBÓ, J.A. (2003): “Deuda bancaria y Deuda negociable: un estudio empírico para las empresas españolas”. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, forthcoming.
- CRESPÍ, R. (1.998): “Determinantes de la estructura accionarial: Una aproximación al caso español con datos de panel”. *Moneda y Crédito*, 206..
- CRESPÍ, R. Y GARCÍA CESTONA, M. (1.999): “Ownership and Control: A Spanish Survey”, *New Economics Papers*, working Paper 23...
- 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*, vol 5(1), pp: 21-44.
- CUÑAT, V. (1999): “Determinantes del Plazo de Endeudamiento de las Empresas Españolas”, *Investigaciones Económicas*, Vol. 23, pp. 351-92.
- DE ANDRÉS, P., AZOFRA-PALENZUELA, V, RODRÍGUEZ SANZ, J.A. (2000): “Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: Un contrato empírico para el caso español”, *Investigaciones Económicas*, 24 (3), pp. 641-679..
- DE MIGUEL, A. Y PINDADO, J. (2001): “Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data”. *Journal of Corporate Finance*, nº 7, pp. 77-99.

- DE MIGUEL, A., PINDADO, J. Y DE LA TORRE, C. (2002): "Ownership structure and firm value: new evidence from Spanish corporate governance system". *Actas del XII Congreso de ACEDE*.
- DEMSETZ, K, Y LEHN, K. (1985): "The Structure of Corporate Ownership: causes and Consequences". *Journal of Political Economy*, 93, pp 1155-1177.
- DEMSETZ, K, Y VILLALONGA, B.. (2001): "Ownership structure and corporate performance". *Journal of Corporate Finance*, 7 pp 209-233.
- DIAMOND, D. (1984) "Financial Intermediation and Delegated Monitoring". *Review-of-Economic-Studies*; nº 51(3), pp. 393-414
- FERNÁNDEZ, Z. (2001): "Las relaciones banca-industria: Un tiempo para la revisión". *Economía Industrial*, nº 341 (V).
- GALVÉ GORRIZ, C. Y SALAS FUMAS, V.. (1.993): "Propiedad y resultados de la gran empresa española", *Investigaciones Económicas*, nº 17 (2), pp. 207-238..
- GALVÉ GORRIZ, C. Y SALAS FUMAS, V.. (1.994): "Análisis de la estructura accionarial de la gran empresa española", *Revista de Economía Aplicada*., volumen nº 2, primavera.
- GINER, E. Y SALAS FUMAS, V.. (1.997): "Sensibilidad de la inversión a las variables financieras: La hipótesis de sobreinversión", *Revista Española de Economía*, 12.
- GOMES, A. Y NOVAES, W. (1999) "Multiple large shareholders in corporate governance", Working Paper, Wharton School.
- GOERGEN, M., RENNEBOG, L. Y CORREIA, L. (2003): "When do German firms change their dividends?". *SSRN-electronic paper*, id:379103.
- GORTON, G. Y SCHMID, F.A. (2000): "Universal Banking and the performance of German firms". *Journal of Financial Economics*, 95, pp. 29-80.
- HIMMELBERG, C., HUBBARD, R. Y PALÍA, D. (1999): "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance". *Journal of Financial Economics*, nº 53, pp: 353-384.
- HSIAO, C. (1986) "Analysis of Panel Data". *Cambridge University Press*.
- LAPORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A Y VISHNY, R (1997), "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance*, 52.
- LAPORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F. Y SHLEIFER, A. (1999), "Corporate Ownership around the world", *Journal of Finance*, 54, pp 471-515..
- MARTÍN, M. Y VARGAS, F.. (1.995): "Regulación bancaria, situación actual y perspectivas", *Papeles de Economía Española*, nº 65.
- MORCK, R. NAKAMURA, M. Y SHIVDASANI, A.. (2000): "Banks, ownership structure and firm value in Japan". *Journal of Business*, vol 73, pp. 539-567. .
- MORCK, R. SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. (1988): "Management ownership and market valuation: an empirical analysis". *Journal of Financial Economics*, nº 20, pp: 292-315.
- NIETO, M.J. Y SERNA, G. (2001): "Las participaciones accionariales de las entidades financieras: influencia sobre sus resultados". *Economía Industrial*, nº 341 (V)..
- OCAÑA, C., SALAS, V. Y VALLÉS, J. (1994), "Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989", *Moneda y Crédito* nº 199.
- PROWSE, S. (1992): "The structure of corporate governance in Japan". *Journal of Finance*, vol XLVII pp. 1121-1140.

- SALAS FUMAS, V.. (2002): “El gobierno de la empresa”, *Colección Estudios Económicos n° 29*. La Caixa.
- SANCHÍS, J.R, PUIG, F. Y SORIANO, J.F. (1.998): “Las relaciones banca-industria en España. Un estudio empírico sobre las participaciones de las entidades de crédito en el capital de las empresas no financieras”, *Perspectivas del Sistema Financiero*, n° 63-64.
- SANCHÍS, J.R. Y SORIANO, J.F. (2001): “Las relaciones banca-industria en España. Participaciones bancarias en el período 1992-1997”, *Economía Industrial*. n° 341 (V).
- SAURINAS SALAS, J.. (1.997): “Desregulación, poder de mercado y solvencia en la banca española”, *Investigaciones Económicas*. Volumen XXI (1).
- SCHULTZE, L. (2001): “Agency relationships in family firms”. *Organization Science* 12(2).
- SHEIFER, A Y VISHNY, R (1986): “Large Shareholders and Corporate Control”. *Journal-of-Political-Economy*; 94(3), pp. 461-88.
- SHEIFER, A Y VISHNY, R (1997): “A survey of Corporate Governance”. *Journal of Finance*, 52(3), Junio.
- WEINSTEIN, D..Y YAFEH, Y. (1998): “On the costs of a bank centered financial system: Evidence from the changing Main bank relations in Japan”. *Journal of Finance*, 53 (2), pp 635-672. .
- ZOIDO, M.E. (1998): “Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas”. *Investigaciones Económicas*, pp. 427-467.
- ZWIEBEL, J. (1995): “Block Investment and Partial Benefits of Corporate Control” *Review of Economic Studies* 62(2), pp. 161-85.