

GRANDES ACCIONISTAS Y BENEFICIOS PRIVADOS: EL CASO DE BANCOS COMO ACCIONISTAS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS

Alvaro Cuervo Cazorra*

Massachusetts Institute of Technology

RESUMEN

Este ensayo sostiene que los grandes accionistas no son necesariamente buenos supervisores de los directivos ya que pueden utilizar su posición de control para obtener beneficios privados. Cuando los bancos son grandes accionistas de empresas no financieras pueden ejercer influencia en las empresas para obtener beneficios privados al convertirse en los proveedores de capitales para la empresa. El análisis empírico de la estructura de propiedad, estructura de capital, y resultados de empresas industriales en España apoya estas intuiciones teóricas.

PALABRAS CLAVE: Gobierno corporativo; Relaciones banca-industria; Estructura de propiedad.

INTRODUCCIÓN

Este trabajo analiza la influencia que los grandes accionistas ejercen sobre el comportamiento de empresas industriales. En particular, analiza la relación entre la presencia de bancos como accionistas de empresas no financieras y la estructura de capital y resultados de las mismas. El ensayo sostiene que los grandes accionistas pueden utilizar su posición dominante en la empresa no solo para mejorar la actuación de la empresa, sino también para obtener beneficios privados (Barclay y Holderness, 1989; Barclay, Holderness y Pontiff, 1993). Por una parte, los grandes accionistas tienen incentivos para ejercer influencia en la empresa para mejorar los resultados de la misma, ya que los rendimientos de su participación en el capital de la empresa aumentan con los resultados de la empresa. Esta mejora de resultados tiene el carácter de beneficio público ya que todos los accionistas se benefician del mismo. Por otra parte, también tienen incentivos para utilizar su posición dominante, influir en el comportamiento de la empresa dominada y obtener beneficios privados de los que se apropian de forma exclusiva. Estos beneficios privados no se consiguen necesariamente a expensas de otros accionistas sino que pueden ser complementarios o no estar relacionados con los objetivos de accionistas minoritarios. El trabajo se centra en la existencia de esta dualidad de incentivos en los grandes accionistas.

Los bancos, cuando son grandes accionistas, tienen incentivos para obtener beneficios privados de las empresas en que participan. Pueden sustituir fuentes alternativas de capital por ellos mismos, aumentando de esta manera su negocio bancario (Dittus y Prowse, 1996). Este comportamiento del banco no es necesariamente negativo para la empresa. El control e información adicionales del banco en su doble posición como propietario y proveedor de deuda reduce los conflictos de interés entre deudores y la empresa. De este modo, la empresa tiene un mejor acceso al banco para financiar proyectos de inversión (Hoshi, Kashyap y Scharfstein, 1990; Elston y Elston, 1994), permitiendo a la empresa mantener un mayor endeudamiento y menor liquidez. De todos modos, el comportamiento del banco como gran accionista tiene un coste que se refleja en el comportamiento de la empresa. Los bancos como accionistas son más

adversos al riesgo que otros accionistas, tanto por su naturaleza como por la elevada inversión en la empresa en forma de tanto capital como deuda. Así, el banco limitará la estrategia de la empresa, influyendo para evitar que la empresa se embarque en estrategias de alto riesgo a pesar de potencial alta rentabilidad asociada con el riesgo. De este modo, se espera que cuando un banco es un gran accionista, las empresas participadas exhibirían mayor deuda, menor liquidez, y una actuación menos arriesgada.

El test de las proposiciones teóricas se realiza mediante un análisis empírico de compañías presentes en los mercados de capitales españoles en la primera mitad de los años noventa. El test empírico se realiza en empresas españolas porque España tiene un sistema de gobierno corporativo clasificado como de control bancario (Berglöff, 1990; Steinherr y Huveneers, 1994) donde el control de las empresas se desempeña principalmente por grandes accionistas, siendo los bancos uno de los más importantes. El análisis empírico muestra que el control bancario, medido como la presencia continua de bancos entre los tres accionistas más importantes con participaciones superiores al 5%, está positivamente relacionado con medidas de deuda, especialmente deuda bancaria, y negativamente relacionado con medidas de liquidez y resultados. Estos resultados parecen apoyar las propuestas teóricas de que los bancos obtienen beneficios privados como grandes accionistas de empresas no financieras. Este resultado es contrario a la concepción tradicional de que grandes accionistas actúan como un mecanismo de control que mejora los resultados de la empresa. Por el contrario, apoya la idea de que los accionistas no pueden verse como un grupo homogéneo y que sus características individuales tienen un impacto diferencial en sus relaciones con la empresa. Por tanto, la idea de que los grandes accionistas son un mecanismo superior de control necesita ser evaluada de forma cuidadosa.

El resto del artículo se organiza como sigue. La sección 2 analiza la influencia del banco como accionista en la estructura de capital y en los resultados de la empresa. La sección 3 describe el análisis empírico realizado con una muestra de empresas españolas. La sección 4 proporciona los resultados del estudio empírico. Finalmente, las conclusiones se presentan en la sección 5.

BANCOS COMO ACCIONISTAS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS

Los bancos son intermediarios financieros especializados en canalizar recursos financieros de las unidades con superávit a las unidades con déficit. Generalmente se relacionan con las empresas como proveedores de deuda, estableciendo contratos que garantizan la devolución de intereses y capital y beneficiándose del diferencial en los tipos de interés y de las comisiones recibidas por servicios financieros y de asesoramiento.

Un banco se convierte en accionista de una empresa no financiera por tres razones principales (Schneider-Lenné, 1994): (1) Como modo de proteger su inversión cuando la compañía se enfrenta a dificultades financieras, convirtiendo la deuda en acciones como parte del proceso de reestructuración de la empresa. El banco mantiene la participación en el capital de la empresa sólo durante el tiempo necesario, vendiéndola tan pronto como sea posible. En este caso, la participación del banco en la reestructuración de la empresa y la toma de participación en el capital depende de las condiciones financieras de la empresa, de la existencia de deuda pública en la estructura de capital de la empresa y de la habilidad de reestructurar esa deuda (James, 1995). (2) Como una inversión financiera que permite al banco estabilizar sus beneficios y diversificar riesgos por medio de la diversificación de activos. En estos casos, es probable que no realice una fuerte inversión para facilitar la posterior venta de la posición y no poner en

peligro la diversificación de riesgos. (3) Como un método para intensificar las relaciones bancarias. En este sentido, los bancos se interesan en establecer relaciones con sus clientes bajo un sistema de beneficios recíprocos con características de seguro donde la compañía proporciona al banco un buen negocio bancario en las épocas buenas mientras que cuenta con el apoyo del banco en las épocas malas. El control de acciones por parte del banco y la presencia en el consejo de administración ayudan a estabilizar la relación. En este último caso, la dualidad de funciones del banco, como accionista y obligacionista, tiene varios beneficios: (1) Permite reducir los costes de agencia y de información y mejora la eficiencia (Dittus y Prowse, 1996); y (2) aminora el problema de agencia entre accionista y obligacionista (Prowse, 1990).

La dualidad de funciones del banco como accionista y obligacionista no sólo beneficia al banco, sino también a la empresa. Esta tiene mejor acceso a la financiación externa debido a la reducción de las asimetrías de información entre el banco y las fuentes de capital (Hoshi, Kashyap y Scharfstein, 1990) y al mayor control ejercido por el obligacionista en su posición como accionista (Prowse, 1990). La empresa también puede pagar menores tipos de interés al banco a cambio de expectativas de negocios futuros (Petersen y Rajan, 1994).

Sin embargo, esta dualidad de funciones tiene costes que se reflejan en: (1) El conflicto de intereses generado en el banco (Saunders, 1994; Dittus y Prowse, 1996)¹. (2) La mayor concentración y monopolización de la banca (Saunders, 1994). (3) La amenaza de quiebra en caso de impago de la deuda cuando los bancos están obteniendo beneficios privados es menos creíble (Franks y Nyborg, 1996). (4) Aumento del riesgo de quiebra del banco, por tener una elevada inversión en una sola compañía (Saunders, 1994; Dittus y Prowse, 1996). (5) “El banco puede ser capaz de extraer rentas de la empresa en virtud de la elevada proporción de recursos propios que posee en ella” (Dittus y Prowse, 1996: 32) porque “los grandes accionistas normalmente utilizan su poder de voto para asegurar beneficios corporativos privados que no corresponden a otros accionistas” (Barclays y Holderness, 1989: 394).

Modelo de Influencia del Banco como Accionista en el Comportamiento de Empresas no Financieras

La influencia ejercida por el banco sobre la empresa puede estudiarse utilizando un modelo general de la influencia de accionistas en la empresa. El modelo se presenta para ilustrar, de una manera ordenada y simplificada, el posible comportamiento de los accionistas en su relación con la empresa, más que para describir exactamente el comportamiento de inversores particulares². Posteriormente se aplica al caso de bancos como accionistas, desarrollando las hipótesis a probar.

El modelo presenta cuatro períodos diferentes que ilustran comportamientos diferentes del inversor bajo una hipótesis de racionalidad. En el período inicial, el inversor potencial se convierte en accionista. En el segundo momento, el accionista decide continuar en la empresa o dejarla. En el tercer período, el accionista decide si influir sobre el proceso de toma de decisiones de la empresa para aumentar los resultados de la empresa, lo que se denomina beneficio público. Finalmente, en el cuarto período, el accionista activo decide influir en los procesos de toma de decisiones de la empresa para obtener un beneficio privado.

Bajo hipótesis de racionalidad, el objetivo del accionista es maximizar la rentabilidad de la inversión, que se compone tanto de beneficios públicos como privados. El beneficio público es disfrutado por todos los accionistas y consiste en aumentos en el valor de las inversiones y

los dividendos obtenidos. El beneficio privado es disfrutado por un subconjunto de accionistas y varía dependiendo de las características del accionista, pudiendo consistir tanto de beneficios tangibles (rendimientos, contratos) como intangibles (status, reputación). Otros supuestos utilizados en el modelo son la existencia de costes de información y de costes de influencia que son conocidos y aparecen al comienzo del período, mientras que los beneficios aparecen al final del mismo. Los costes de influencia son fijos y exógenos. Existen dos situaciones o estados de la naturaleza, bueno y malo³. Por simplicidad, no hay descuentos y los inversores son neutrales al riesgo.

En el momento inicial, el inversor potencial se convertirá en accionista si los beneficios esperados son superiores al coste de oportunidad de la inversión en activos sin riesgo. En otras palabras, la restricción de participación ex-ante del accionista es de la forma:

$$(RP^{\text{exante}}) \quad (P_0^b \Pi^b + P_0^m \Pi^m) I - C_0 \geq i^{\text{lr}} I$$

donde P_0^b y P_0^m son las probabilidades de existencia de situaciones buena y mala respectivamente; Π^b y Π^m son los pagos al accionista en caso de estados de la naturaleza buenos o malos respectivamente; C_0 es el coste de adquirir información sobre la empresa que permite la evaluación de su rentabilidad potencial y la valoración inicial de probabilidades; i^{lr} es el tipo de interés libre de riesgo; e I es la inversión en la empresa. La expresión indica que los accionistas potenciales invierten en la empresa cuando la rentabilidad esperada es mayor que lo que obtendrían si invirtiesen en un activo libre de riesgo.

En el segundo período, una vez que el accionista potencial se ha convertido en accionista, tiene que decidir si, a la luz de nueva información, quiere continuar siendo accionista o no. Continuará en la empresa, si, con la nueva información, la rentabilidad esperada menos los costes de información son superiores al coste de oportunidad de la inversión. Esta es la restricción de participación ex post, o:

$$(RP^{\text{expost}}) \quad (P_1^b \Pi^b + P_1^m \Pi^m) I - C_1 \geq i^{\text{lr}} I$$

es decir, el accionista incurre en nuevos costes de información, C_1 , que le permite actualizar las probabilidades del buen y mal estado de P_0^b y P_0^m a P_1^b y P_1^m . El accionista continuará participando en la empresa si la rentabilidad esperada es superior al coste de oportunidad de la inversión⁴.

En el período tres, una vez que el accionista ha decidido continuar en la empresa, puede comportarse de dos maneras: (1) como accionista pasivo, capital fluido (*fluid capital*, Porter, 1992), o indiferente (*detached*, Mintzberg, 1983), centrado en obtener una rentabilidad de la inversión sin ejercer influencia en el comportamiento de la empresa, o (2) accionista activo, de capital dedicado (*dedicated capital*, Porter, 1992) o involucrado (*involved*, Mintzberg, 1983), ejerciendo influencia en los procesos de toma de decisiones de la empresa. En el segundo caso, el accionista puede optar por influir la empresa para que esta aumente sus resultados, el beneficio público disfrutado por todos los accionistas, o puede influir para obtener un beneficio privado. De este modo, se pueden considerar tres tipos de accionistas: (1) accionistas pasivos, (2), accionistas activos que persiguen beneficios públicos, y (3) accionistas activos que persiguen beneficios privados. El accionista pasivo tiene incentivos para convertirse en accionista activo según aumente su participación en el capital de la empresa ya que cuanto mayor sea la inversión tiene tanto mas capacidad para ejercer influencia por el aumento de los derechos de voto

como mayor inversión en riesgo en la empresa. Otras características que pueden inducir a los accionistas pasivos a convertirse en activos son la personalidad, deseo de poder o reconocimiento público, las cuales varían entre accionistas. Dentro de los accionistas activos, estos buscarán objetivos privados en vez de públicos dependiendo de sus características individuales en términos de la posibilidad de obtener beneficios privados de la empresa y de su deseo de incurrir en los costes de influencia. La búsqueda de objetivos públicos y privados no son mutuamente excluyentes, aunque pueden entrar en conflicto.

El accionista activo puede ejercer influencia para obtener el beneficio público del aumento de los resultados de la empresa. Este comportamiento aumenta la rentabilidad esperada de la inversión y es disfrutado por todos los accionistas. La influencia ejercida por el accionista privado le supone un coste de influencia, C_2 , que aumenta la probabilidad de que ocurra un buen estado, P_2^b , donde $P_2^b > P_1^b$. El accionista activo ejercerá influencia en los procesos de toma de decisiones para aumentar el resultado de la empresa cuando la rentabilidad esperada de su propia inversión menos los costes de influencia sea mayor que la rentabilidad esperada en caso de no ejercer influencia. En términos formales, la restricción de incentivos para ejercitar influencia hacia la obtención del beneficio público es:

$$(RI^{\text{público}}) \quad (P_2^b \Pi^b + P_2^m \Pi^m) I - C_2 \geq (P_1^b \Pi^b + P_1^m \Pi^m) I$$

Esto es, el accionista activo tiene un incentivo de influir a la empresa y aumentar los resultados de la empresa o el beneficio público cuando el coste de influencia se sitúa por debajo del aumento en la rentabilidad de su propia inversión individual, o

$$(RI^{\text{público}}) \quad [(P_2^b - P_1^b) \Pi^b - \Pi^m] I \geq C_2$$

El aumento en el beneficio propio es proporcional a la participación individual en el capital de la empresa. Por tanto, grandes accionistas tendrán un mayor incentivo para ejercer influencia en la empresa para aumentar los resultados para unos gastos de influencia fijos y exógenos. Por esta razón, la difusión de propiedad está generalmente asociada con la falta de control de la empresa.

Alternativamente, en el periodo cuatro el accionista activo puede tratar de influir sobre los procesos de toma de decisiones de la empresa para obtener beneficios privados, B , en lugar de aumentar los resultados o beneficio público. El accionista activo incurrirá en los costes de influencia para obtener el beneficio privado, C_3 , cuando la rentabilidad esperada de los beneficios privados sea superior a la rentabilidad sin ellos. La restricción de incentivos a la influencia para obtener beneficios privados es por tanto:

$$(RI^{\text{privado}}) \quad (P_1^b \Pi^b + P_1^m \Pi^m) I + B - C_3 \geq (P_1^b \Pi^b + P_1^m \Pi^m) I$$

Alternativamente, en términos de beneficios privados, el accionista activo ejercerá influencia en los procesos de toma de decisiones de la empresa cuando el beneficio privado sea mayor que los costes de influencia incurridos es decir, la restricción de incentivos es:

$$(RI^{\text{privado}}) \quad B \geq C_3$$

Los beneficios privados que el accionista activo obtiene por ejercer influencia en la empresa están limitados por la participación y restricciones de incentivos del resto de los grupos

en la empresa, incluyendo otros accionistas. Por tanto, los beneficios privados tienen un límite superior en la forma de que el resto de los grupos de la empresa reciben una rentabilidad que asegura su participación en la empresa, y que tienen incentivos para llevar a cabo inversiones necesarias. Es decir, el beneficio privado tiene que satisfacer las restricciones de participación general para los otros grupos en la empresa, o

$$(RP^{\text{general}}) \text{ Rentabilidad en la empresa} \geq \text{rentabilidad externa}$$

y tiene que satisfacer las restricciones de incentivos asociadas a la inversión requerida, o

$$(RI^{\text{general}}) \text{ Rentabilidad en la empresa después de la inversión} \geq \text{rentabilidad sin inversión}$$

Estas restricciones generales no evitan que los accionistas obtengan beneficios privados. Sólo limitan que las rentas obtenidas por los accionistas activos se sitúen por encima del límite que impediría que la empresa continuase con sus operaciones. Cambios en el entorno modifican la rentabilidad externa y, consecuentemente, los pagos necesarios para que otros grupos en la empresa mantengan su participación en la misma, alterando la dependencia de la empresa sobre grupos en la misma y cambiando el poder ejercido (Pfeffer y Salancik, 1978). En resumen, los accionistas maximizan su beneficio, público y privado, sujeto a las restricciones de participación del resto de los accionistas y otros grupos de la empresa. El accionista influirá en los procesos de toma de decisiones para obtener el beneficio público, el privado, ambos, o ninguno dependiendo de la relación entre beneficios y costes de influencia.

En el caso particular del banco como accionistas de empresa no financieras, una vez que el banco se ha convertido en accionista puede intentar obtener beneficios privados influyendo los procesos de toma de decisiones de manera que la financiación externa se contrate con el banco en lugar de con otros intermediarios financieros (Dittus y Prowse, 1996). De este modo el banco se convierte en el proveedor exclusivo de fondos externos y productos financieros a la empresa. El beneficio privado del banco puede expresarse como el aumento de negocio del banco por la transferencia de deuda de la empresa. Es más, la reducción de las asimetrías de información entre prestamista y prestatario y el control ejercido por el banco permite a la empresa no sólo sustituir fuentes alternativas de capital sino aumentar su apalancamiento. El banco obtiene beneficios adicionales por las comisiones cobradas por los servicios que proporciona a la empresa en exclusividad. Por tanto, la restricción de incentivos a los beneficios privados del banco es:

$$(RI^{\text{privado}}) \quad i(D + D^N) + F \geq C_3$$

Donde i es el tipo de interés al que los fondos se prestan a la empresa, D es la deuda de la empresa contratada con el banco y no con otras fuentes de capital, D^N es la deuda adicional contratada con el bancos como resultado de la menor asimetría de información y del mayor control sobre la empresa, F son las comisiones obtenidas por los servicios proporcionados a la empresa por el banco, y C_3 son los costes de influencia para obtener este beneficio privado. Esta expresión indica que el banco influirá para sustituir fuentes alternativas de capital por sí mismo cuando los beneficios originados por intereses y comisiones sean mayores que el coste de influencia. Esto se formaliza en las siguientes hipótesis en relación al endeudamiento de la empresa:

H1. La presencia de bancos como grandes accionistas activos en el capital de una empresa no financiera está positivamente relacionada con el apalancamiento (endeudamiento) de la empresa con las instituciones bancarias.

H2. La presencia de bancos como grandes accionistas activos en el capital de una empresa no financiera está positivamente relacionada con el apalancamiento (endeudamiento) general de la empresa.

La reducción de asimetrías informativas y el control ejercido por el banco permiten a la empresa reducir su independencia financiera o mantener menores flujos de caja libres ya que la empresa puede acceder más fácilmente al banco para financiar sus inversiones (Hoshi, Kashyap y Scharfstein, 1990; Elston y Elston, 1994). Asimismo, el control ejercido por el banco como gran accionista limita la existencia de flujos de caja libres (Jensen, 1986). Estos argumentos llevan a la siguiente hipótesis:

H3. La presencia de bancos como grandes accionistas activos en el capital de una empresa no financiera está negativamente relacionada con la independencia financiera o liquidez de la empresa.

La reducción de asimetrías de información y el aumento de control por el banco facilita la reducción de los tipos de interés a los que se presta la deuda ya que el riesgo de impago se reduce. Por tanto, se propone la siguiente relación :

H4a. La presencia de bancos como grandes accionistas activos en el capital de una empresa no financiera está negativamente relacionada con los costes financieros de la empresa.

Alternativamente, el banco puede obtener beneficios adicionales de las comisiones por los servicios proporcionados. De esta manera, aunque la empresa pueda tener un coste de financiación menor, los costes financieros de la empresa son mayores debidos al pago de comisiones (Dittus y Prowse, 1996). Por tanto, se propone que:

H4b. La presencia de bancos como grandes accionistas activos en el capital de una empresa no financiera está positivamente relacionada con los costes financieros de la empresa.

El banco no sólo influirá en la estructura de capital de la empresa, sino también en su estrategia; la fuerte inversión que ha realizado en la empresa, unida a su interdependencia con ella aumenta su exposición como accionista y obligacionista. Si la empresa entra en bancarota, el banco pierde ambas inversiones; por ello el banco puede influir en la toma de decisiones de la empresa para que ésta siga estrategias conservadoras que eviten realizar inversiones arriesgadas y aseguren el pago de la deuda. Al controlar tanto deuda como recursos propios, el banco internaliza el conflicto de intereses entre obligacionista y accionista (Prowse, 1990). La estrategia conservadora limita los riesgos que se toman y, con ello, la rentabilidad potencial. Por tanto, se espera que:

H5a. La presencia de bancos como grandes accionistas activos en el capital de una empresa no financiera está negativamente relacionada con la rentabilidad de la empresa.

Alternativamente, el banco ejercita un control dual como accionista y obligacionista sobre la dirección de la empresa (Prowse, 1990)⁵. Este control reduce la discrecionalidad de los directivos y facilita la selección de estrategias correctas (Cable, 1985). Bajo estos supuestos, se plantea la siguiente hipótesis:

H5b. La presencia de bancos como grandes accionistas activos en el capital de una empresa no financiera está positivamente relacionada con la rentabilidad de la empresa.

En resumen, hay dos conjuntos de hipótesis que operan simultáneamente y que responden a dos concepciones distintas del comportamiento de bancos como accionistas de empresas no financieras. Bajo las hipótesis de beneficios privados, la empresa controlada por el banco tiene mayor apalancamiento, mayor deuda con el banco, menor liquidez, mayores costes financieros, y menores resultados. Bajo las hipótesis de control de los directivos, la empresa tiene mayor apalancamiento, menor liquidez, menores costes financieros, y mejores resultados.

ANÁLISIS EMPÍRICO

El análisis empírico estudia una muestra de empresas no financieras presentes en los mercados de capitales españoles en la primera mitad de los años noventa. Las empresas se seleccionaron en España ya que no hay separación entre banca e industria, y existe gran variedad de accionistas en la estructura de propiedad de empresas, con bancos, grupos familiares, empresas extranjeras, y el Estado como accionistas cruciales en la estructura de propiedad de las empresas.

El sistema de gobierno corporativo en España se caracteriza por ser un sistema de control bancario. Siguiendo a Berglöf (1990), los sistemas de control bancario se caracterizan por: a) un bajo nivel de desarrollo de mercados financieros; b) un alto ratio de activos financieros poseídos por bancos sobre activos totales poseídos por instituciones financieras; c) un bajo grado de financiación interna y altos ratios deuda/recursos propios; d) un alto ratio de crédito bancario sobre pasivo total y baja importancia de financiación a través de bonos; e) alto grado de concentración de acreedores y bajo rotación de préstamos; y f) un alto grado de concentración de accionistas, bancos comerciales con participaciones significativas en capital, elevadas participaciones cruzadas entre empresas y baja rotación de bloques de control. Una caracterización alternativa del sistema de gobierno corporativo español lo presentan Steinherr y Huveneers (1994). Estos autores describen el sistema de control corporativo español como un sistema de control por banco universales, con las siguientes características: a) gran creencia en las intervenciones del gobierno; b) un banco central con objetivos macroeconómicos; c) falta de protección regulatoria pero resistencia sistemática a la penetración extranjera en la industria bancaria; d) sistemas de información privada altamente desarrollados; e) conflictos de intereses potencialmente más pronunciados, con disposiciones legales menos severas; f) sentencias de tribunales para la resolución de conflictos escasas y marginales; g) el gobierno corporativo dominado por "voz", relaciones a largo plazo, y fuerte control corporativo a través del control de capital y deuda.

Datos

El estudio analiza una muestra de empresas no financieras presentes en los mercados de capitales españoles entre 1991 y 1995. Los datos sobre balances, estados de pérdidas y gananc

cias, y estructura de propiedad se obtuvieron de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). La muestra incluye 240 empresas de las que había datos disponibles durante los cinco años de estudio y que no son intermediarios financieros. Las empresas se han clasificado por industria en función de su actividad primaria, según el código SIC y el porcentaje de ingresos en cada industria, à la Rumelt (1974). El umbral mínimo para la estructura de capital es del 5% de las acciones. Todos los datos se refieren al 31 de diciembre de cada año.

De las 240 empresas consideradas, 58 están controladas por bancos. En este estudio, una empresa se clasifica como controlada por un banco cuando tiene un banco entre los tres mayores accionistas con más del 5% de las acciones durante los cinco años de estudio. Este proceso de selección intenta controlar las inversiones de los bancos que sólo tienen un propósito financiero al restringir las inversiones a porcentajes superiores al 5%. Además, se intenta reducir la probabilidad de que los bancos inviertan en la empresa cuando se enfrenta a un proceso de reestructuración al exigir que los bancos sean accionistas significativos durante los cinco años bajo estudio. Finalmente, se trata de reducir problemas de selección de industrias por los bancos al exigir que las industrias analizadas presenten empresas controladas y no controladas por bancos.

El estudio presenta varios sesgos de selección. En primer lugar, las empresas presentes en los mercados de capitales no son necesariamente representativas de la población subyacente; en general, son más grandes y el sector servicios está poco representado. En la muestra utilizada sólo un 9.17% de las empresas son de servicios. En segundo lugar, las empresas seleccionadas fueron aquéllas sobre las que existía información disponible durante los cinco años de estudio; las empresas que no proporcionaron información suficiente, dejaron de existir como consecuencia de procesos de fusión y adquisición o exclusión de los mercados de capitales, o se incorporaron durante el periodo de estudio no están presentes en la muestra. En tercer lugar, los intermediarios financieros han sido excluidos por sus grandes diferencias en características y operaciones.

Variables

La tabla 1 proporciona la lista y definición de las variables utilizadas en el estudio: (1) medidas de propiedad, en particular, el control bancario, o la presencia continua de un banco entre los tres accionistas más importantes con más del 5% del capital; (2) medidas de resultados, en particular, la rentabilidad sobre activos y sobre recursos propios; (3) indicadores de la estructura de capital, en particular, el ratio de apalancamiento, coste de capital y ratio de liquidez; (4) controles, en particular tamaño, año, e industria. Las medidas utilizadas son contables, lo que presenta problemas (Fisher y McGowan, 1983); sin embargo, tienen la ventaja de poder calcularse de forma fácil y comprensible y son muy utilizados para evaluar empresas.

Tabla 1. Variables utilizadas en el estudio: definición y fórmula

Medidas de estructura de propiedad:

Variable	Definición	Fórmula
CONTROLBANCO	Presencia de un banco como accionista permanente	Dummy: 1 si hay un banco con más del 5% del capital entre los tres accionistas más importantes durante los cinco años del estudio, 0 en cualquier otro caso

Medidas de resultados:

Variable	Definición	Fórmula
ROE	Rentabilidad sobre recursos propios	Beneficios después de intereses e impuestos dividido por recursos propios medios
ROA	Rentabilidad sobre activos	Beneficios antes de intereses y después de impuestos dividido entre activos totales

Medidas de endeudamiento/apalancamiento:

Variable	Definición	Fórmula
D/RP	Ratio deuda-recursos propios	Deuda total dividido entre recursos propios totales
DEUDABANCA	Deuda bancaria	Deuda bancaria dividido entre deuda total
DEUDABANCALP	Deuda bancaria a largo plazo	Deuda bancaria a largo plazo dividido entre deuda total a largo plazo
COSTEDEUDA	Coste de la deuda	Costes financieros dividido entre deuda total

Medida de liquidez:

Variable	Definición	Fórmula
TESTACIDO	Test Ácido	Tesorería, valores negociables y cuentas pendientes de recibir, dividido entre pasivos circulante.

Controles:

Variable	Definición	Fórmula
LOGVENTAS	Ventas y otros ingresos	Logaritmo de las ventas y otros ingresos, pero sin incluir beneficios extraordinarios o de la cartera
ANO _i	Indicador del año	Dummy: 1 para cada uno de los cinco años del estudio, 0 en otro caso
INDUSTRIA _i	Indicador de industria	Dummy: 1 para cada una de las 18 industrias en las que se clasifican las empresas, 0 en otro caso

Método

El estudio utiliza dos métodos para evaluar el impacto que el control bancario tiene sobre la estructura de capital y los resultados de la empresa. El primero es una comparación de las medidas de centralidad de los dos grupos de empresas, controladas y no controladas por bancos. El segundo emplea un análisis de regresión para evaluar si la presencia de un banco entre los tres accionistas más importantes de la empresa tiene un impacto en la variación de las variables bajo estudio. El modelo general utilizado en el análisis de regresión de efectos aleatorios es el siguiente⁶:

Variable bajo estudio = $\beta_0 + \beta_1$ Indicador de la presencia continua de un banco entre los tres accionistas más importantes + β_2 Log de ventas + β_3 Dummy de año + β_4 Dummy de industria + ϵ

Cuando la variable a estudio está limitada por valores máximos o mínimos, como el endeudamiento, el coste de la deuda y la liquidez, el modelo apropiado es un Tobit, en lugar de una regresión lineal (Greene, 1993). La expresión utilizada en el modelo Tobit es similar al modelo de regresión, aunque el método usado es la estimación de maximización de verosimilitud en lugar de la minimización del cuadrado de los residuos.

RESULTADOS

La propiedad de la empresa en España

Antes de analizar la relación entre las participaciones bancarias y la estructura de capital y los resultados de las empresas, el estudio explora la estructura de propiedad de las empresas españolas para proporcionar información y justificar algunos de los puntos del análisis⁷. Los grandes accionistas (con más del 5% de las acciones) se clasifican en siete grupos (Galve Gorriz y Salas Fumás, 1992; Prowse, 1994): 1) Individuos y grupos familiares, 2) empresas domésticas, 3) empresas extranjeras, 4) bancos e instituciones financieras, 5) inversores institucionales, 6) el Estado y 7) los mercados de capitales. La última denominación comprende todos aquellos accionistas con participaciones inferiores al 5% de las acciones.

La tabla 2 presenta la estructura de propiedad de las empresas según sea su accionista principal; en ella se pueden apreciar tres grupos. El primero comprende individuos y grupos familiares, y empresas domésticas, que son el primer accionista en el 30% y 20% de las empresas, respectivamente. Un segundo grupo en importancia lo forman bancos y empresas extranjeras, el primer accionista en el 15% y 13% de las empresas, respectivamente. El tercer grupo incluye Estado, inversores institucionales y mercados de capitales, primeros accionistas en el 7% de las empresas cada uno. Es importante resaltar que incluso un tercio de las empresas que cotizan en Bolsa, que tienden a ser grandes, tienen como accionistas más importantes a individuos y grupos familiares.

Tabla 2. Estructura de propiedad por tipo de mayor accionista

Tipo de mayor accionista. Frecuencia en porcentajes	Año				
	1991	1992	1993	1994	1995
Individuos y familias	29.42	30.42	27.99	29.77	28.75
Empresas nacionales	22.50	19.58	23.75	18.33	20.83
Empresas extranjeras	12.08	15.00	15.42	18.33	15.83
Bancos	13.75	13.75	12.92	12.92	12.92
Inversores institucionales	6.25	7.08	5.42	8.33	7.92
Estado	6.67	7.92	7.92	7.08	6.67
Mercados de capitales	8.33	6.25	6.67	5.83	7.08

Fuente: Datos de la CNMV. Muestra de 240 empresas

Es importante conocer no sólo el tipo de accionistas, sino también su poder potencial en la empresa. Una medida de poder potencial es la concentración de capital en manos del mayor accionista. Cuanto mayor sea el capital que controla, mayor será su incentivo para influir en la empresa, ya que sus beneficios serán proporcionales a la inversión en ella. La tabla 3 muestra la frecuencia del porcentaje de capital en manos del mayor accionista, en términos absolutos y acumulados. En el 30% de las empresas, el mayor accionista controla más del 50% del capital, y por tanto tiene el poder legal para influir en la toma de decisiones y llevar a cabo sus objetivos. En el 50% de las empresas, el accionista más grande tiene más del 30% del capital de la empresa, mientras que en el 70% de las empresas tiene más del 20%. Aunque estos porcentajes no aseguran el control automático, proporcionan una gran influencia potencial.

Tabla 3. Concentración de acciones en manos del mejor accionista

Participación del mayor accionista	Año									
	1991		1992		1993		1994		1995	
	%	Acum.%								
90-100%	4.17	4.17	4.58	4.58	4.58	4.58	6.67	6.67	6.25	6.25
80-90%	4.17	8.33	3.75	8.33	3.75	8.33	4.17	10.83	4.17	10.42
70-80%	2.50	10.83	3.33	11.67	3.75	12.08	3.33	14.17	3.33	13.75
60-70%	6.25	17.08	5.42	17.08	5.83	17.92	5.42	19.58	5.00	18.75
50-60%	9.17	26.25	10.83	27.92	10.42	28.33	10.83	30.42	11.25	30.00
40-50%	8.75	35.00	7.08	35.00	8.33	36.67	7.92	38.33	8.33	38.33
30-40%	13.33	48.33	12.92	47.92	12.92	49.58	12.08	50.42	11.67	50.00
20-30%	19.17	67.50	18.75	66.67	22.08	71.67	21.25	71.67	20.83	70.83
10-20%	14.58	82.08	17.50	84.17	16.25	87.92	16.25	87.92	16.25	87.08
5-10%	9.59	91.67	9.58	93.75	5.42	93.33	6.25	94.17	5.83	92.92
0-5%	8.33	100.00	6.25	100.00	6.67	100.00	5.83	100.00	7.08	100.00

Fuente: Datos de la CNMV. Muestra de 240 empresas

El poder de los accionistas no se refleja sólo en el capital controlado por el mayor. El capital controlado por los n accionistas más importantes refleja el poder potencial de los accionistas como grupo. Cuanto mayor sea el capital que controlan, más fácil será su acción colectiva e influencia sobre la empresa. La tabla 4 muestra las acciones poseídas por los tres accionistas más importantes; en ella se aprecia que en el 50% de las empresas, los tres accionistas más importantes controlan más del 50% del capital de la empresa, y por tanto están legalmente autorizados para determinar el comportamiento de la empresa. En el 90% de las empresas controlan más del 20% del capital.

Tabla 4. Concentración de acciones en las manos de los tres accionistas más importantes

Participación de los tres mayores accionistas	Año									
	1991		1992		1993		1994		1994	
	%	Acum%								
90-100%	7.92	7.92	9.17	9.17	10.00	10.00	11.25	11.25	10.42	10.42
80-90%	5.00	12.92	4.58	13.75	6.25	16.25	6.67	17.92	6.67	17.08
70-80%	9.58	22.50	11.25	25.00	12.92	29.17	12.08	30.00	12.92	30.00
60-70%	15.42	37.92	12.92	37.92	15.42	44.58	11.25	41.25	12.08	42.08
50-60%	15.00	52.92	14.58	52.50	13.33	57.92	13.75	55.00	12.92	55.00
40-50%	10.00	62.92	12.08	64.58	10.42	68.33	13.75	68.75	13.75	68.75
30-40%	9.17	72.08	10.42	75.00	12.08	80.42	9.58	78.33	9.17	77.92
20-30%	12.92	85.00	12.50	87.50	9.58	90.00	11.67	90.00	10.83	88.75
10-20%	4.17	89.17	4.17	91.67	2.50	92.50	2.50	92.50	2.92	91.67
5-10%	2.50	91.67	2.08	93.75	0.83	93.33	1.67	94.17	1.25	92.92
0-5%	8.33	100.00	6.25	100.00	6.67	100.00	5.83	100.00	7.08	100.00

Fuente: Datos de la CNMV. Muestra de 240 empresas.

“Una premisa central en la teoría financiera moderna es que la propiedad de las empresas que cotizan en Bolsa es difusa y los accionistas reciben beneficios en proporción a su fracción de propiedad” (Barclay y Holderness, 1989, 371). Sin embargo, la concentración de la propiedad en las empresas presentes en los mercados de capitales en España es muy alta; con ello se reducen los problemas de acción colectiva y se facilita la capacidad de influir en el proceso de toma de decisiones de la empresa. En conclusión, parece que es difícil asumir la existencia de problemas de separación de propiedad y control en las empresas españolas ya que los accionistas más grandes controlan altas participaciones. La existencia de problemas de propiedad difusa y la separación entre propiedad y control parecen restringirse sólo a un pequeño subconjunto de empresas, aquellas que no tienen accionistas significativos.

Comparación de empresas controladas y no controladas por bancos

Como se indicó antes, el análisis empírico incluye dos estudios: una comparación de medidas de centralidad y un análisis de regresión. Los dos grupos bajo consideración, empresas controladas por bancos y empresas no controladas, presentan diferentes medias en las variables bajo estudio. La tabla 5 proporciona los estadísticos descriptivos. En una primera aproximación, parece que las empresas controladas por bancos tienen, de media, mayor endeudamiento, mayores costes financieros, menor liquidez, y menor rentabilidad. Un t-test de diferencias en medias revela que éstas son estadísticamente significativas para las variables deuda bancaria (DEUDABANCA) y deuda bancaria a largo plazo (DEUDABANCALP) al 1%, liquidez (TESTACIDO) al 5%, y endeudamiento (D/RP) al 10%. Un análisis no paramétrico de medidas de centralidad confirma las diferencias entre grupos, a un nivel de significación del 1% para las medidas de endeudamiento y liquidez y al nivel del 10% para las medidas de resultados y coste de la deuda. En conclusión, las empresas controladas por bancos tienen, de media, más deuda bancaria, más endeudamiento, y son menos independientes financieramente que las empresas no controladas. La diferencia es particularmente alta en el ratio de liquidez, donde el grupo no controlado por bancos tiene más de cuatro veces la liquidez del grupo controlado. Estos resultados de las diferencias en medias proporcionan apoyo a las hipótesis H1, H2 y H3 o, en otras palabras, la presencia de bancos como accionistas permanentes en el capital de empresas no financieras está positivamente relacionada con la deuda bancaria y el endeudamiento, y negativamente relacionada con la liquidez.

Tabla 5. Estadísticos descriptivos y matriz de correlación. Datos desde 1991 hasta 1995

TODAS LAS EMPRESAS										
	Media	Desv. Típ	CONTROL BANCO	ROE	ROA	D/RP	DEUDA BANCA	DEUDA BANCALP	COSTE DEUDA	TEST ÁCIDO
CONTROL BANCO	0.24	0.43	1.00							
ROE	5.08	100.34	-0.01	1.00						
ROA	13.60	41.82	-0.02	0.04	1.00					
D/RP	107.62	152.12	0.05	0.54	0.05	1.00				
DEUDA BANCA	35.92	29.85	0.08	-0.04	-0.01	0.06	1.00			
DEUDA BANCALP	47.19	43.13	0.15	-0.05	0.03	0.13	0.66	1.00		
COSTE DEUDA	25.81	108.13	0.00	0.01	0.04	-0.07	-0.14	-0.09	1.00	
TESTÁCIDO	358.17	1992.11	-0.07	0.00	-0.04	-0.09	-0.13	-0.13	0.06	1.00
	Empresas controladas por un banco			Empresas no controladas por un banco			T-test de Medias			
	Media	Desv. Típ	N	Media	Desv. Típ	N				
ROE	2.47	21.55	58	5.91	114.51	182				
ROA	11.74	26.70	58	14.19	45.57	182				
D/RP	119.75	125.14	58	103.77	159.60	182	+			
DEUDA BANCA	40.30	28.82	58	34.53	30.04	182	**			
DEUDA BANCALP	58.70	40.32	58	43.54	43.37	182	**			
COSTE DEUDA	26.71	102.20	58	25.52	109.99	182				
TESTÁCIDO	112.39	122.93	58	436.14	2280.07	182	*			

T-test de diferencias de medias: ** significativo al 1%; * significativo al 5%; + significativo al 10%

Relación entre la estructura de propiedad y los resultados

Un método alternativo para establecer si hay diferencias entre las empresas controladas por bancos y aquellas que no lo están es el análisis de regresión. El análisis utiliza la dummy CONTROLBANCO como un indicador de la presencia continua de un banco entre los tres accionistas más importantes con más del 5% de las acciones. La tabla 6 proporciona los resultados de las regresiones estadísticamente significativas de la rentabilidad sobre el indicador de la presencia del banco y los controles. La presencia del banco entre los tres accionistas más importantes está negativamente relacionada con la rentabilidad sobre activos, ROA. La relación entre control bancario y rentabilidad sobre recursos propios, ROE, es también negativa, aunque los resultados no son estadísticamente significativos. Aunque los resultados del análisis de la relación entre los indicadores de banco y la rentabilidad de los recursos propios son estadísticamente significativos, no son muy explicativos de las variaciones de la rentabilidad de los activos, como señala el bajo R cuadrado ajustado.

Tabla 6. Resultados de la regresión de efectos aleatorios GLS de la variable rentabilidad sobre el indicador de banco y controles (ventas, industria y año, no incluidos en la tabla).

Variable dependiente: ROA

<i>CONTROLBANCO</i>	-7.84*
	(4.00)
<i>CONSTANTE</i>	-20.03*
	(8.82)
<i>Número de empresas</i>	240
<i>R cuadrado ajustado</i>	0.11
<i>Estadístico Chi2</i>	83.90**

Desviación típica en paréntesis. ** significativo al 1%;
* significativo al 5%; + significativo al 10%

El análisis presentado aquí utiliza un modelo de efectos aleatorios. El uso de CONTROLBANCO como una variable independiente, una dummy con un valor constante a lo largo del período, previene el uso de un modelo de efectos fijos. Un modelo de efectos fijos puede utilizarse si en lugar del indicador anterior utilizamos la presencia de un banco entre los tres accionistas más importantes. Los resultados del análisis utilizando este nuevo indicador presentan una relación negativa entre la presencia de un banco y las medidas de resultados, ROA y ROE, a un nivel de significación del 5%.

Un modelo alternativo es analizar la relación entre tipos de accionistas y resultados. El análisis, utilizando un indicador de la presencia de cada tipo de accionistas entre los tres más importantes en un modelo de efectos fijos, proporciona los siguientes resultados: la presencia de individuos y grupos familiares está negativamente relacionada con la ROE a un nivel de significación del 1 %, la presencia de empresas locales están positivamente relacionada con la ROE al 5%, la presencia de empresas extranjeras está positivamente relacionada con la ROE al 10%, y la presencia de inversores institucionales está positivamente relacionada con la ROE al 1%. La propiedad estatal no tiene una relación estadísticamente significativa con resultado. El modelo de efectos aleatorios presenta resultados similares.

Relación entre la estructura de propiedad y la estructura de capital

El análisis de la relación entre el control bancario y la estructura de capital, en particular, el endeudamiento, liquidez, y costes financieros se lleva a cabo utilizando un modelo TOBIT porque las variables están censuradas, con un límite inferior de 0 y un límite superior de 100 en el caso del endeudamiento. La tabla 7 presenta los resultados del análisis que son estadísticamente significativos. La presencia del banco entre los tres accionistas más importantes está positivamente relacionada con endeudamiento, D/RP, deuda bancaria, DEUDABANCA, y deuda bancaria a largo plazo, DEUDABANCALP; está negativamente relacionada con liquidez, TESTACIDO. La relación con los costes financieros es positiva, pero no estadísticamente significativa. Como antes, el poder explicativo de la presencia del banco es bajo.

Tabla 7. Resultados del análisis TOBIT de variables de endeudamiento y liquidez sobre el indicador de banco y controles (ventas, industria y año, no incluidos en la tabla).

<i>Variable dependiente: D/RP</i>	
<i>CONTROLBANCO</i>	21.01* (9.97)
<i>CONSTANTE</i>	83.20** (20.55)
<i>Número de empresas</i>	240
<i>Loglikelihood</i>	-7662.98
<i>Pseudo R cuadrado</i>	0.008
<i>Estadístico Chi2</i>	128.22**
<i>Variable dependiente: DEUDABANCA</i>	
<i>CONTROLBANCO</i>	8.87** (2.38)
<i>CONSTANTE</i>	-1.48 (5.3460)
<i>Número de empresas</i>	240
<i>Loglikelihood</i>	-4959.00
<i>Pseudo R cuadrado</i>	0.013
<i>Estadístico Chi2</i>	135.20**
<i>Variable dependiente: DEUDABANCALP</i>	
<i>CONTROLBANCO</i>	26.05** (5.44)
<i>CONSTANTE</i>	-24.64* (12.39)
<i>Número de empresas</i>	240
<i>Loglikelihood</i>	-3970.31
<i>Pseudo R cuadrado</i>	0.012
<i>Estadístico Chi2</i>	97.33**
<i>Variable dependiente: TESTACIDO</i>	
<i>CONTROLBANCO</i>	-289.10* (135.97)
<i>CONSTANTE</i>	652.43* (280.21)
<i>Número de empresas</i>	240
<i>Loglikelihood</i>	-10795.52
<i>Pseudo R cuadrado</i>	0.001
<i>Estadístico Chi2</i>	30.77+

Desviación típica en paréntesis. ** significativo al 1%; * significativo al 5%; + significativo al 10%

La conclusión de estos análisis es que la presencia continuada de un banco entre los tres accionistas más importantes está positivamente relacionada con la deuda bancaria y el apalancamiento, como sugieren las hipótesis H1 y H2; y negativamente relacionada con liquidez y resultados, como indican las hipótesis H3 y H5a. El análisis no proporciona evidencia sobre la relación entre control bancario y los costes financieros, discutida en las hipótesis H4a y H4b.

CONCLUSIONES

No puede asumirse que los accionistas sean un grupo homogéneo con el único objetivo de maximizar el valor de la empresa. Aunque la maximización de valor es un objetivo que puede asumirse en general para todos los accionistas, cada accionista tiene objetivos privados distintos. Sus propias características individuales determinan el objetivo privado que pueden perseguir. El accionista alcanzará sus objetivos, tanto públicos como privados, dependiendo de su propio comportamiento, de si son activos o pasivos en su relación con la empresa. Los accionistas activos pueden influir en la empresa para mejorar los resultados, el objetivo público, u obtener un beneficio privado (Barclay y Holderness, 1989; Barclay, Holderness y Pontiff, 1993). Dependiendo de los costes y beneficios de cada opción, de la magnitud de su inversión, y de sus características individuales, los accionistas intentarán influir en los procesos de toma de decisiones en una cierta dirección o dejarán que otros lo hagan.

En el caso particular de los bancos como grandes accionistas de empresas no financieras, pueden influir en ellas para mejorar los resultados o para obtener beneficios privados sustituyendo fuentes alternativas de capital, beneficiándose de la concesión de nuevos préstamos y de las comisiones por servicios (Dittus y Prowse, 1996). La empresa, por su parte, se beneficia de un mejor acceso a fuentes externas de capital (Hoshi, Kashyap y Scharfstein, 1990). Sin embargo, al mismo tiempo, el banco limita la estrategia seguida por la empresa para evitar inversiones arriesgadas que pongan en peligro la inversión del banco en la empresa. De este modo, las empresas controladas por los bancos tienen posibilidades de invertir con más facilidad que otras pero, al mismo tiempo, no pueden actuar agresivamente en el mercado de productos siguiendo estrategias arriesgadas. Por tanto, la empresa tiene "bolsillos profundos", pero es poco agresiva en el entorno competitivo (Tirole, 1988).

Los resultados del análisis empírico sobre una muestra de empresas presentes en los mercados de capitales españoles en los años noventa son congruentes con el modelo de accionistas con objetivos privados. El análisis empírico muestra que el control bancario, la presencia continua de un banco entre los tres accionistas más importantes, está positivamente relacionada con el endeudamiento de la empresa y la deuda bancaria y negativamente relacionada con su liquidez o independencia financiera. El control de la empresa por el banco le permite al banco inducir la sustitución de fuentes alternativas de capital por sí mismo y obtener beneficios privados. La empresa no necesita mantener una elevada liquidez, ya que puede acudir al banco en caso de necesitar fondos externos. Al mismo tiempo, el control bancario está negativamente relacionado con los resultados de la empresa. Este comportamiento puede interpretarse como que el banco impone limitaciones al riesgo en las estrategias que sigue la empresa, las cuales limitan la rentabilidad de la empresa. Este comportamiento no está en contradicción con la noción de que los bancos sean buenos monitores del comportamiento de la dirección (Prowse, 1990), sino que más que disciplinar a los directivos irresponsables vigilan la puesta en práctica de estrategias arriesgadas que pueden proporcionar tanto elevados beneficios como altas pérdidas. Finalmente, el análisis empírico no permite establecer conclusiones sobre la relación entre la presencia de bancos y los costes financieros de la empresa.

Una explicación alternativa de los resultados del análisis empírico es que los bancos se convierten en accionistas de las empresas a las que han prestado dinero y que se enfrentan a problemas (Schneider-Lenné, 1992). Sin argumentar este comportamiento como no plausible, el análisis empírico se ha diseñado de forma que los bancos estén presentes como grandes accionistas durante los cinco años del estudio. Esto ha intentado evitar, de alguna manera, los problemas de toma de control para reestructurar de la empresa que podrían dar lugar a una

menor rentabilidad. Otra hipótesis alternativa es que la inversión de los bancos se dirige sólo hacia ciertas industrias donde las empresas obtienen ventajas de un mejor acceso a fondos y los inconvenientes de la limitación de comportamiento competitivo arriesgado no son importantes. Es decir, los bancos tenderían a favorecer la inversión en empresas presentes en industrias intensivas en capital que necesitan de inversión pero con competencia limitada, bien porque son maduras o porque están reguladas (Arruñada, 1990). Estas empresas intercambiarían la facilidad del acceso a financiación externa por menores niveles de eficiencia (Arruñada, 1990)⁸. Para evitar este comportamiento, el análisis empírico controla por tipo de industria y en todas ellas hay tanto empresas controladas como no controladas por bancos.

En conclusión, los accionistas no son homogéneos y tienen objetivos privados que pueden buscar activamente, influyendo en el comportamiento de la empresa. Los grandes accionistas no son neutrales en su actividad de supervisión. Como hemos visto, los bancos en su posición de grandes accionistas no son neutrales en sus actividades de control del equipo directivo; son prestamistas, y por ello, tienen incentivos para beneficiarse de forma privada y convertirse en la fuente principal de fondos de la empresa. Esto no quiere decir que debería de existir una separación entre banca e industria, sino que no se debe de suponer que los grandes accionistas vayan a ser buenos supervisores del equipo directivo ya que la influencia sobre el mismo se puede canalizar a obtener beneficios privados. Es necesario establecer mecanismos de protección de accionistas minoritarios, especialmente si se desea desarrollar los mercados de capitales.

NOTAS

- (*) Este ensayo recibió en 1998 el premio Robert J. Litschert al mejor ensayo de un estudiante de doctorado, otorgado por el Business Policy and Strategy area de la Academy of Management. Este ensayo es parte de mi tesis en la Universidad de Salamanca. Agradezco a Zulima Fernández, Juan Manuel de la Fuente, Ana Isabel Fernández, Juan Hernangomez, Vicente Salas Fumás, Enric Genescá, Donald Lessard, Susana Menéndez, Alvaro Cuervo García, Omar Toulan, Ramon Casadesús, Mauro Guillén, Annique Un y revisores anónimos del Academy of Management los comentarios a versiones previas del ensayo. También estoy agradecido a Susana Menéndez, Pablo Andrés y la Comisión Nacional del Mercado de Valores por los datos. Versiones anteriores del ensayo se presentaron en la conferencia de Strategic Management Society en Barcelona, en el Center of European Studies de Harvard University, y en la conferencia de Academy of Management en San Diego. Se agradece y reconoce el apoyo financiero de la fundación "la Caixa". Versiones anteriores del trabajo se titularon "Large Shareholders and Private Benefits: The Relationship Between Bank Ownership and the Capital Structure and Performance of Firms in Spain." Todos los errores son responsabilidad mía.
- (1) Hay cuatro conflictos de intereses principales en la relación banca-industria (Saunders, 1994): (1) Restricción de préstamos a competidores de empresas afiliadas. (2) Uso del poder de préstamo del banco para forzar a los clientes a comprar productos de las empresas afiliadas. (3) Continuación de préstamos a afiliadas incluso en condiciones de problemas operativos en las empresas afiliadas. (4) Difusión de información privada a la empresa afiliada proveniente de relaciones entre el banco y competidores de la afiliada.
 - (2) El modelo puede aplicarse no sólo a inversores, sino también a otros participantes en la empresa, ajustando las diferentes funciones objetivo y la capacidad para influir en los procesos de toma de decisiones. Las características distintivas de la relación entre inversores y empresa son el carácter incompleto del contrato y la dificultad para defender sus derechos (Williamson, 1985). Por tanto, el accionista tiene tres opciones de comportamiento en caso de discrepancia con la toma de decisiones en la empresa: puede salir de la relación, ser leal a las acciones de la dirección de la empresa, o manifestar su desacuerdo y tratar de influir en la toma de decisiones (*exit, loyalty or voice*, Hirschman, 1970).
 - (3) Los pagos a accionistas son de dos tipos, buenos, Π^b , y malos, Π^m , que corresponden a las situaciones buena y mala. El pago en el malas situaciones tiene un límite inferior en cero, por la existencia de responsabilidad limitada de los accionistas. El pago en buenas situaciones sentido no tiene límite superior. Se asume que $\Pi^b > \Pi^m$.
 - (4) Diferencias entre individuos en la evaluación de las probabilidades generan diferentes valoraciones de la rentabilidad esperada en diferentes accionistas. Estas diferencias en la evaluación de probabilidades surgen de diferencias en las capacidades de procesamiento de información del accionista, debido a racionalidad limitada (Simon, 1945), inversiones previas en capacidades de procesamiento de información y códigos (Arrow, 1974), o diferencias en las inversiones en recolección de información que surgen de la diferencias en preferencias.

- (5) Prowse (1990) compara actividades con riesgos potenciales en empresas en Estados Unidos y Japón y encuentra una relación negativa entre apalancamiento y actividades de riesgo en empresas en Estados Unidos, pero no en Japón. La razón de esto es que en Japón las instituciones financieras controlan la empresa de forma dual a través de recursos propios y deuda, reduciendo los conflictos de intereses entre accionistas y obligacionistas.
- (6) El estudio utiliza un modelo de efectos aleatorios ya que la presencia de industrias y variables dummy de años previene el uso de un modelo de efectos fijos. Es más, la variable BANKTOP3 es un indicador dummy con un valor constante a lo largo de los cinco años bajo análisis y no puede utilizarse en un modelo de efectos fijos.
- (7) Galve Gorriiz y Salas Fumás (1992) presentan el desarrollo histórico de estudios de la estructura de propiedad en España. Otros estudios sobre el gobierno corporativo en España son Rodríguez Sanz (1993), Azofra, Rodríguez, y Vallelado (1994), Galve Gorriiz y Salas Fumás (1994), Andrés y Crespi Cladera (1997).
- (8) Estas industrias intensivas en capital son generalmente las que se necesitan para industrializar rápidamente los países de industrialización tardía (Gerschenkron, 1962). Las empresas son altamente dependientes de los bancos para su financiación externa, dado que el ahorro es bajo y no existen mercados de capitales desarrollados (Schneider-Lenne 1992). Por tanto, la inversión de bancos en empresas industriales es beneficiosa para la economía.

BIBLIOGRAFÍA

- ANDRÉS, P. (1995). *Estructura contractual, asignación estratégica de recursos y resultados de la gran empresa española*. Tesis doctoral no publicada. Valladolid, España: Universidad de Valladolid.
- ARROW, K. (1974). *The limits of organization*. New York: W.W. Norton.
- ARRUÑADA, B. (1990). Control y Propiedad: Límites al Desarrollo de la Empresa Española. *ICE*. Noviembre: 67-88.
- ARRUÑADA, B. (1991). *Restricciones institucionales y posibilidades estratégicas de la empresa española*. Mimeo., Facultad de Economía. Universidad de Oviedo.
- AZOFRA, V., RODRÍGUEZ, J.A., Y VALLELADO, E. (1994). Estructura de propiedad, endeudamiento y resultados en la gran empresa industrial española. En Fundación Empresa Pública (Ed.), *Actas de las X Jornadas de Economía Industrial*. Madrid: Fundación Empresa Pública.
- BARCLAY, M.J., Y HOLDERNESS, C. G. (1989). Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics*, 25: 371-395.
- BARCLAY, MICHAEL J., HOLDERNESS, C.G., Y PONTIFF, J. (1993). Private benefits from block ownership and discounts on closed-end funds. *Journal of Financial Economics* 33: 293-291.
- BERGLÖF, E. (1990). Capital structure as a mechanism of control: A comparison of financial systems. In Aoki, M., Guftansson, B., y Williamson, O.E. (Eds.), *The firm as a nexus of treaties*: 237-262. London: SAGE Publications.
- CABLE, J. (1985). Capital market information and industrial performance: The role of West German banks. *Economic Journal*, 95: 118-130.
- CNMV. (1995). *Informe anual*. Madrid: Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- CRESPI CLADERA, R. (1997). *Determinants of ownership structure: A panel data approach to the Spanish case*. Mimeo. Barcelona: Universitat Autònoma de Barcelona.
- DITTUS, P. (1994). *Corporate governance in Europe: The role of banks*. Basle: Bank for International Settlements.
- DITTUS, P., Y PROWSE, S. (1996). Corporate control in central Europe and Russia. Should banks own shares? En Frydman, R., Gray, C. W. Y Rapaczynski, A. (Eds.), *Corporate Governance in Central Europe and Russia*. Banks, Funds, and Foreign Investors. New York: Central Europe University Press.
- ELSTON, J.A. Y ELSTON, H.A. (1994). *Bank affiliation and firm capital investment in Germany*. Discussion Paper FS IV 94-10. Berlin: Wissenschaftszentrum.
- FISHER, F.M. Y MCGOWAN, J.J. (1983). On the misuse of accounting rates of return to infer monopoly profits. *American Economic Review*, 73: 83-97.
- FRANKS, J.R., Y NYBORG, K.G. (1996). Control rights, debt structure, and the loss of private benefits: The case of the U.K. insolvency code. *The Review of Financial Studies*, 9: 1165-1210.
- GALVE GORRIIZ, C. Y SALAS FUMÁS, V. (1992). Estructura de propiedad de la empresa española. *ICE*, 701: 79-90.
- GALVE GORRIIZ, C. Y SALAS FUMÁS, V. (1994). Análisis de la estructura accionaria de la gran empresa. *Revista de Economía Aplicada*, 4: 75-102.
- GERSCHENKRON, A. (1962). *Economic backwardness in historical perspective: A book of essays*. Cambridge, MA: Belknap Press.
- GREENE, W. H. (1993). *Econometric analysis*. New York: MacMillan.
- HIRSCHMAN, A. O. (1970). *Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations and states*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- HOSHI, T., KASHYAP, A., Y SCHARFSTEIN, D. (1990). Bank monitoring and investment: Evidence from the changing structure of Japanese corporate banking relationships. En Hubbard, G. (Ed.), *Asymmetric information, corporate finance, and investment*. University of Chicago, Chicago, Ill.
- JAMES, C. (1995). When do banks take equity in debt restructuring? *The Review of Financial Studies*, 8: 1209-1234.
- JENSEN, M.C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 76: 323-329.

- MINTZBERG, H. (1983). *Power in and around organizations*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- PETERSEN, M.A. Y RAJAN, R.G. (1994). The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *Journal of Finance*, 49: 3-37.
- PFEFFER, J., Y SALANCIK, G.R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper Row.
- PORTER, M. E. (1992). Capital disadvantage: America's failing capital investment system. *Harvard Business Review*, Sept.-Oct.: 65-82.
- PROWSE, S.D. (1990). Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the United States and Japan. *Journal of Financial Economics*, 27: 43-66.
- PROWSE, S.D. (1994). *Corporate governance in an international perspective; A survey of corporate control mechanisms among large firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany*. Basle: Bank for International Settlements.
- RODRÍGUEZ SANZ, J.A. (1993). *Estructura de propiedad, endeudamiento y resultados en la empresa industrial española: Un enfoque de agencia*. Tesis doctoral no publicada. Valladolid, España: Universidad de Valladolid.
- RUMELT, R.P. (1974). *Strategy, structure and economic performance*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- SAUNDERS, A. (1994). Banking and commerce: An overview of the public policy issues. *Journal of Banking and Finance*, 18: 231-254.
- SCHNEIDER-LENNÉ, E.R. (1992). Corporate control in Germany, *Oxford Review of Economic Policy*, 8(3): 11-23.
- SIMON, H.A. (1945). *Administrative behavior*. New York: MacMillan.
- STEINHERR, A. Y HUVENEERS, CH. (1994). On the performance of differently regulated financial institutions: Some empirical evidence. *Journal of Banking and Finance*, 18: 271-306.
- TIROLE, J. (1988). *The theory of industrial organization*. Cambridge, MA: MIT Press.
- WILLIAMSON, O.E. (1985). *The economic institutions of capitalism*. New York: The Free Press.

APÉNDICE. UN MODELO DE INFLUENCIA DE INVERSORES

La influencia ejercida por el banco sobre la empresa puede estudiarse utilizando un modelo general de la influencia de inversores en la empresa. El modelo se deriva para ilustrar, de una manera ordenada y simplificada, el posible comportamiento de los accionistas en su relación con la empresa. No se enfoca como una descripción exacta del comportamiento de inversores particulares¹. El modelo presenta cuatro períodos diferentes que ilustran comportamientos diferentes del inversor bajo una hipótesis de racionalidad. En el período inicial, el inversor potencial se convierte en accionista. En el segundo momento, el accionista decide continuar en la empresa o dejarla. En el tercer período, el accionista decide si influir sobre el proceso de toma de decisiones de la empresa para aumentar la rentabilidad de la inversión, lo que se llama beneficio público. Finalmente, en el cuarto período, el accionista decide influir los procesos de toma de decisiones para obtener un beneficio privado.

Bajo hipótesis de racionalidad, el objetivo del inversor es maximizar la rentabilidad de la inversión, que se compone tanto de beneficios públicos como privados. Los beneficios públicos corresponden a todos los inversores y son aumentos en el valor de las inversiones y dividendos obtenidos. El beneficio privado corresponde a un subconjunto de accionistas y varía dependiendo de las características de los accionistas. Otras hipótesis son que los costes de información e influencia son conocidos y corresponden al principio del período, mientras que los beneficios corresponden al final. Por simplicidad, no hay descuentos y los inversores son neutrales al riesgo. Los posibles estados de la naturaleza son dos: uno bueno y uno malo². Los costes de influencia son fijos y exógenos.

En el momento inicial, el inversor potencial se convertirá en accionista sin los beneficios esperados son superiores al coste de oportunidad de la inversión en activos sin riesgo. Esto se convierte en la restricción de participación ex ante del inversor en el capital de la empresa, o:

$$(PC^{exante}) \quad (P_0^g \Pi^g + P_0^b \Pi^b) I - C_0 \geq r^f I$$

donde P_0^g y P_0^b son las valoraciones de las probabilidades de las rentabilidades buena y mala respectivamente; Π^g y Π^b son los pagos al inversor en caso de estados de la naturaleza que sean buenos o malos respectivamente; C_0 es el coste de adquirir información sobre la empresa que permite la evaluación de su rentabilidad potencial y la valoración inicial de probabilidades; r^f es el tipo de interés libre de riesgo; e I es la inversión en la empresa. La expresión indica que los inversores potenciales invierten en la empresa cuando la rentabilidad esperada es mayor que lo que obtendrían si invirtiesen en un activo libre de riesgo.

En el segundo período, una vez que el inversor potencial se ha convertido en accionista, tiene que decidir si, a la luz de nueva información, quiere continuar siendo un accionista o no. Continuará en la empresa, si, con la nueva información, la rentabilidad esperada menos los costes de información son superiores al coste de oportunidad de la inversión. Esta es la restricción de participación ex post, o:

$$(PC^{expost}) \quad (P1^g \Pi^g + P1^b \Pi^b) I - C_1 \geq r^f I$$

es decir, el accionista incurre costes de información nueva, C_1 , que le permite actualizar las probabilidades del buen y mal estado de P_0^g y P_0^b a P_1^g y P_1^b . El accionista continuará partici-

pando en la empresa si la rentabilidad esperada es superior al coste de oportunidad de la inversión³.

En el período tres, una vez que el accionista ha decidido continuar en la empresa, puede comportarse de dos modos o maneras: (1) accionista pasivo, de capital fluido (Porter, 1992), o indiferente (Mintzberg, 1983), esperando obtener una rentabilidad de la inversión, o (2) accionista activo, de capital dedicado (Porter, 1992) o involucrado (Mintzberg, 1983), ejerciendo influencia en los procesos de toma de decisiones de la empresa. En el último caso, puede optar por influir la empresa para que aumente su actuación, un beneficio público para todos los accionistas, o influir para obtener un beneficio privado. En resumen, hay tres tipos de accionistas: (1) pasivos, (2), activos que persiguen beneficios públicos, y (3) activos que persiguen beneficios privados. El tamaño de las inversiones en la empresa actúa como una inducción importante para que el accionista se convierta en activo. Otras características que pueden inducir a los accionistas a convertirse en activos son la personalidad, deseo de poder o reconocimiento público, que cambian entre los accionistas individuales. Cuanto mayor sea la inversión, más probable será que el accionista sea activo ya que tiene tanto derecho a voto como incentivos para cuidar de su inversión. La sub-clasificación de accionistas activos entre aquellos que buscan el beneficio privado y público, dependerá de sus características individuales en términos de la posibilidad de obtener beneficios privados de la empresa y su deseo de incurrir en los costes de influencia. La búsqueda de objetivos públicos no evita que el accionista busque beneficios privados al mismo tiempo, mientras que estos dos tipos de beneficios no entren en conflicto el uno con el otro.

Cuando el accionista ejerce influencia para aumentar la rentabilidad de la inversión, puede influir la probabilidad de que ocurra un buen estado, P_2^g , donde $P_2^g > P_1^g$. Esta acción aumenta la rentabilidad esperada de la inversión, que se disfruta por el resto de los accionistas. Para este propósito, el accionista necesita incurrir en los costes de influencia, C_2 . En este caso, tendrá influencia en los procesos de toma de decisiones cuando la rentabilidad esperada de las inversiones menos los costes de influencia sea mayor que la rentabilidad esperada de no ejercer influencia en la empresa. Esto es, el accionista tiene un incentivo de influir a la empresa y aumentar la rentabilidad esperada de la inversión o el beneficio público cuando el coste de tal acción está por debajo del aumento en la rentabilidad de su propia inversión individual. En términos formales, la restricción de incentivos para influir hacia la adquisición de beneficio público es:

$$(IC^{\text{public}}) \quad (P_2^g \Pi^g + P_2^b \Pi^b) I - C_2 - C_1 \geq (P_1^g \Pi^g + P_1^b \Pi^b) I - C_1$$

o, expresado en términos del aumento en la rentabilidad esperada de su inversión individual,

$$(IC^{\text{public}}) \quad [(P_2^g - P_1^g) (\Pi^g - \Pi^b)] I \geq C_2$$

El aumento en el beneficio esperado es proporcional a la participación individual en la empresa. Por tanto, los accionistas con grandes inversiones individuales tendrán un mayor incentivo para ejercer influencia en la empresa para aumentar la actuación esperada o el beneficio público para unos gastos fijos dados y exógenos de influencia. Esto es probable que ocurra a aquellos inversores que tienen pequeñas inversiones en la empresa. Por esta razón, la difusión de propiedad está generalmente asociada con la falta de control de la empresa.

En el período cuatro, el accionista puede tratar de influir los procesos de toma de decisiones de la empresa para obtener beneficios privados de la inversión, B , en lugar de aumentar la actuación. El accionista activo incurrirá en los costes de influencia para el beneficio privado, C_3 , cuando la rentabilidad esperada con los beneficios privados sea superior a las rentabilidades sin ellos. La restricción incentivo a la influencia para obtener beneficios privados es por tanto:

$$(IC^{private}) \quad (P_1^g \Pi^g + P_1^b \Pi^b) I + B - C_3 - C_1 \geq (P_1^g \Pi^g + P_1^b \Pi^b) I - C_1$$

Alternativamente, en términos de beneficios privados, la restricción de incentivos es:

$$(IC^{private}) \quad B \geq C_3$$

es decir, el accionista ejercerá influencia en los procesos de toma de decisiones de la empresa. Los beneficios privados que el accionista obtiene por ejercer influencia en la empresa están limitados por la participación y restricciones de incentivos del resto de los grupos en la empresa, incluyendo otros accionistas. Por tanto, los beneficios privados tienen un límite superior en la forma en la que el resto de los grupos de la empresa reciben una rentabilidad que asegura su participación en la empresa, y que tienen incentivos para llevar a cabo la inversión necesaria. Es decir, el beneficio privado tiene que satisfacer las restricciones de participación general para los otros grupos en la empresa, o

$$(PC^{general}) \quad \text{Rentabilidad en la empresa} \geq \text{rentabilidad externa}$$

y tiene que satisfacer las restricciones de incentivos asociadas a la inversión requerida, o

$$(IC^{general}) \quad \text{Rentabilidad en la empresa después de la inversión} \geq \text{rentabilidad sin inversión}$$

Estas condiciones no evitan que los accionistas obtengan beneficios privados. Sólo limitan las rentas que los accionistas pueden obtener para aumentarlas por encima del límite que impediría que la empresa continuase con sus operaciones. Cambios en el entorno modifican la rentabilidad externa y consecuentemente los pagos para proporcionar a otros grupos en la empresa, ya que pueden convertirse en necesarios para las operaciones de la empresa, y, al mismo tiempo, son difíciles de sustituir, por tanto aumentando la dependencia de la empresa (Pfeffer y Slancik, 1978).

En resumen, los accionistas maximizan su beneficio, público y privado, sujetos a las restricciones de participación del resto de los accionistas y otros grupos de la empresa. El accionista influirá en los procesos de toma de decisiones para obtener el beneficio público, el privado, ambos o ninguno de ellos, dependiendo de la relación entre beneficios y costes de influencia.

NOTAS

¹ El modelo puede aplicarse no sólo a inversores, sino también a otros participantes de la empresa, ajustando las diferentes funciones objetivo y la capacidad para influir en los procesos de toma de decisiones. Las características distintivas de la relación entre inversores y empresa son el carácter incompleto del contrato y la dificultad para defender sus derechos (Williamson, 1985). Por tanto, el accionista en caso de discrepancia puede bien salir de la relación, ser leal a las acciones de la dirección de la empresa o manifestar su desacuerdo y tratar de influir la toma de decisiones (Hirschman, 1970).

² Los pagos a accionistas son de dos tipos, buenos, Π^g , y malos, Π^b . El pago en el mal sentido tiene un límite inferior de

cero, para la responsabilidad limitada de los accionistas. El pago en el buen sentido no tiene límite superior. Se asume que $\Pi^a > \Pi^b$.

³ Diferencias en las probabilidades entre individuos generan diferentes valoraciones de la rentabilidad esperada para diferentes accionistas. Las diferencias en las probabilidades nacen de diferencias en las capacidades de procesamiento de información del accionista, debido a racionalidad limitada (Simon, 1945), inversiones previas en capacidades de procesamiento de información y códigos (Arrow, 1974), o diferencias en las inversiones en recolección de información debido a diversidad de preferencias.