

**CAPITULO 2**

**ESTRUCTURA ACCIONARIAL Y CREACION DE VALOR**

**EN LA EMPRESA**

## 2.1. INTRODUCCIÓN

El estudio sobre el gobierno de la empresa se centra en el análisis de la concentración de la propiedad accionarial y en su capacidad de control por dos motivos principalmente. En primer lugar, por la falta de evidencia sobre la existencia de consejeros independientes con capacidad de control de la dirección que incentiven la mejora de resultados y tengan capacidad para reemplazar a la mala gestión, y en segundo lugar, por las imperfecciones de los mercados de control societario, del mercado de bienes y servicios y de los mercados de valores que provocan que el efecto de estos mercados sobre el control directivo sea menor de lo que cabría esperar (Prowse, 1994).

La concentración de la propiedad se ha presentado como una posible solución cuando el inversor minoritario tiene dificultades para asegurar su inversión en la empresa. Sin embargo, si bien es cierto que permite reducir el problema del "free rider", o lo que es lo mismo, que unos inversores se aprovechen de las acciones que realizan otros inversores, no es una solución carente de costes y sus efectos sobre los resultados de la empresa varían de unos estudios a otros. Por ello, a pesar de que la concentración accionarial puede presentarse como un mecanismo natural de supervisión en la empresa, el debate sobre la existencia de una estructura de propiedad óptima continúa abierto, ya que los beneficios derivados de una mejora en la gestión directiva pueden verse compensados con los costes derivados de la pérdida

de liquidez, de una menor diversificación o de los beneficios privados obtenidos por el accionista mayoritario dando lugar a una expropiación de riqueza de los minoritarios.

En consecuencia, el mayor o menor grado de concentración accionarial y la identidad del accionista mayoritario en la empresa se convierten en factores significativos para la creación de valor. Asimismo, el efecto indirecto de la propiedad sobre el valor de la empresa a través de su relación con las decisiones financieras, aparece condicionado por dos factores: por un lado, la consideración de la propiedad y la decisión de endeudamiento y de dividendos como mecanismos sustitutivos de supervisión o de señales, o bien como mecanismos complementarios; y por otro, la relación causal existente entre propiedad y decisiones financieras.

En resumen, el presente capítulo recoge las bases sobre las que se fundamenta la hipótesis de supervisión de la propiedad accionarial frente a la hipótesis de beneficios privados o expropiación de accionistas minoritarios, de manera que el efecto final de la estructura de propiedad sobre la creación de valor de la empresa se verá condicionado por el equilibrio entre una y otra hipótesis. Además, se analizan los costes que acompañan a una determinada estructura accionarial, que suponen el tercer aspecto necesario de cara a establecer conclusiones relevantes sobre la incidencia de la estructura de propiedad sobre la creación de valor y cuya omisión daría lugar a conclusiones parciales y poco reales.

## **2.2. CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD EN GRANDES ACCIONISTAS Y ESTRUCTURA DE PROPIEDAD ÓPTIMA.**

Cuando nos encontramos con una propiedad dispersa en la empresa se produce un doble efecto que en última instancia afectará a la supervisión en la empresa (Hart, 1995). Por un lado, los derechos de control en forma de votos que poseen los propietarios o accionistas es tan reducido que no pueden ejercer el control por sí mismos y delegan en el Consejo de Administración que a su vez delega en la Dirección de la empresa. En segundo lugar, cuando la participación de los accionistas en la empresa es reducida, el incentivo a supervisar la gestión de la misma será mínimo. Ello se debe a que la supervisión es un bien público, es decir, si un accionista lleva a cabo labores de supervisión para mejorar el rendimiento de la

empresa todos los demás accionistas se beneficiarán de su acción, y dado que la supervisión es costosa, cada accionista tratará de aprovecharse de la supervisión realizada por los demás, provocando que la misma no tenga lugar.

De ahí que la concentración en la posesión de acciones sea considerada como una forma directa de supervisión de las acciones directivas. Cuando un accionista posee una parte sustancial de la empresa, su incentivo a recoger información y a supervisar al directivo evita el tradicional problema del "free rider"<sup>1</sup>. Los grandes accionistas tienen, por lo tanto, interés en maximizar los beneficios de la empresa y suficiente control sobre los activos de la misma para que sus intereses sean respetados.

Los accionistas mayoritarios juegan un papel importante en el control y supervisión de la empresa, puesto que tienen gran poder de voto y un incentivo importante para incurrir en el costo fijo necesario para ello. Por lo tanto, el tamaño que tengan los grupos de accionistas y la identidad de los mismos son elementos importantes para el rendimiento de la empresa.

En particular, la concentración accionarial puede entenderse como solución a tres cuestiones: riesgo moral, selección adversa y los flujos de libre disposición.

Jensen y Meckling (1976) plantean que si los inversores en el mercado de capitales no tienen una visión completa de la empresa, es normal que el accionista controlador-directivo tome decisiones que le sean favorables pero que reduzcan el valor de la empresa y por tanto afecten a los accionistas minoritarios. Sin embargo, los accionistas minoritarios racionales esperan este comportamiento y se salvaguardan demandando un pequeño precio de suscripción cuando el directivo acude al mercado de capitales en busca de nuevo capital. El directivo, por tanto, indirectamente tiene que soportar el coste de no maximizar el valor de las acciones y desea emitir una garantía para minimizar el descuento y en consecuencia el coste de capital. La propiedad de acciones por parte del directivo sirve como garantía creíble.

Por su parte, Leland y Pyle (1977) basan su modelo en la premisa de que el accionista controlador-directivo tiene información sobre el valor de la empresa que

---

<sup>1</sup> Véase Grossman y Hart (1980) y Holmström y Nalebuff (1992).

los accionistas externos no tienen. Los accionistas externos deben distinguir entre empresas rentables y no rentables, de manera que a cada accionista controlador se le ofrezca un precio apropiado en una nueva emisión. El accionista controlador que desea invertir en la empresa por su propio beneficio puede ser un indicador de esta información.

Por último, la teoría de los flujos de libre disposición de Jensen (1986) establece que estos flujos pueden afectar a la estructura de capital óptima de la empresa de dos maneras diferentes:

- las empresas de propiedad dispersa con mayores niveles de flujos de libre disposición tienden hacia niveles de endeudamiento más elevados dado que la utilización de deuda obliga a los directivos a destinar dichos flujos de caja al cumplimiento de sus obligaciones con los acreedores.

- otra posibilidad es la utilización de la concentración de la propiedad con finalidad supervisora que reduzca los incentivos directivos a utilizar los flujos de libre disposición.

Sin embargo, la efectividad de la concentración accionarial como mecanismo de control viene condicionada por la disposición del inversor principal a involucrarse en la gestión directiva o a ejercer una mayor supervisión (comportamiento que se conoce con el nombre de “activismo inversor”), o incluso por la disposición de los accionistas minoritarios a agruparse con otros accionistas para ejercer los derechos que les concede su condición de inversores.

### **2.2.1. Activismo inversor**

Los accionistas minoritarios, que se encuentran junto a los grupos de control en la empresa y cuya finalidad es rentabilizar sus ahorros, presentan una mentalidad bastante pasiva en relación con su participación en la empresa, dado que la gran mayoría de estos inversores no suele hacer uso de sus derechos políticos fundamentales. Asimismo, la actitud de las empresas hacia los accionistas minoritarios ha sido manifiestamente negativa facilitando una información normalmente insuficiente. No obstante, los accionistas minoritarios han empezado a abandonar esta tradicional pasividad frente a su sociedad, asumiendo un papel mucho

más activo en la defensa de sus intereses a través de una participación más intensa en las juntas generales de accionistas, la iniciación de procesos de luchas de poder en el seno de la organización y de acciones legales contra los consejeros o los directivos, y el apoyo a *lobbys* que defienden los derechos de los accionistas ante los poderes públicos (Palacín, 1997).

Los pequeños accionistas han comenzado a unirse para poder ejercer sus derechos de voto de manera más efectiva en la organización: delegando el voto, reagrupando acciones, o creando asociaciones de accionistas para la defensa de sus derechos<sup>2</sup>. Las empresas, por su parte, han creado departamentos de atención al inversor y nombran un consejero encargado de las relaciones con los accionistas al objeto de dar respuesta a los problemas que le planteen los socios a lo largo del año. Este cambio de mentalidad en la empresa, se ha visto favorecido en muchos casos por el proceso de internacionalización, no sólo porque los inversores extranjeros con otras costumbres comprenden acciones de empresas nacionales, sino también por la entrada de empresas españolas a la cotización en mercados extranjeros, donde estas prácticas son más habituales. El mayor activismo inversor y transparencia en el sistema de delegación de votos han sido cuestiones tratadas en algunos de los Códigos de Gobierno de diferentes países, estableciéndose recomendaciones al respecto, aunque todavía bastante generales y cuyo cumplimiento es voluntario.

<b>Olivencia (España) febrero 1998</b>	<b>Hampel (R.U.) enero 1998</b>	<b>Peters (Holanda) junio 1997</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Recomienda que se arbitren medidas para lograr mayor transparencia en la delegación de votos y potenciar la comunicación de la sociedad con los accionistas, en particular con los inversores institucionales</li> <li>• Recomienda extender a los accionistas significativos el deber de confidencialidad y de no explotación de la información privilegiada</li> <li>• Propone la regla de abstención, que obligaría a los accionistas significativos a no votar en las juntas que tengan un interés propio.</li> <li>• Las transacciones entre accionistas significativos y la sociedad deben valorarse desde el punto de vista de igualdad de trato a todos los accionistas y deberían reflejarse en la memoria anual.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Debería haber una participación activa de los inversores institucionales ejerciendo su derecho de voto e informando a los clientes sobre la proporción de resoluciones en las que se votan</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Deberían respetarse las recomendaciones realizadas por los accionistas con 1% del capital o con valor superior a 500.000 DFL para incluir un determinado punto del día en la Junta General de Accionistas (con 30 días de antelación)</li> <li>• Debería introducirse un sistema de delegación de votos para incrementar la participación de los inversores en la JGA.</li> <li>• Una vez adquirido el 50% de una compañía se debería realizar una oferta sobre el resto de las acciones</li> <li>• La recompra de acciones debería ser posible sin objeciones fiscales</li> </ul>

**Cuadro 2.1. Recomendaciones de los Códigos de Gobierno en relación con la propiedad accionarial.**

<sup>2</sup> Unión Fenosa, Asland, Argentaria, Eurobuilding y Puleva son algunas de las empresas españolas donde los pequeños accionistas han comenzado a participar de manera activa en la vida societaria.

Por otro lado, el activismo inversor se refleja en las propuestas de los accionistas para cambiar el gobierno de la empresa y en las votaciones realizadas para la aprobación de dichos cambios. En este sentido, el trabajo de Gordon y Pound (1993) analiza cómo la información y la estructura de propiedad afectan a los resultados de las votaciones. Los resultados muestran que el porcentaje de votos para las propuestas de cambio de gobierno por parte de los accionistas varían en función del tipo de propuesta, la identidad del accionista que la propone, el rendimiento económico de la empresa en cuestión, las restricciones de su estructura de gobierno preexistente y la estructura de propiedad de la empresa<sup>3</sup>. Por su parte, Brickley, Lease y Smith (1988) encuentran que los inversores institucionales votan con mayor frecuencia a favor de las cláusulas antiabsorciones que los propietarios minoritarios, siendo menos probable que aquellas instituciones que pueden tener relación de negocio con la empresa, tales como bancos y las compañías de seguros, se opongan a los directivos, frente a las instituciones tales como fondos de inversión y fondos de pensiones. En algunos casos, para reducir la importancia de los derechos de voto de los accionistas, los directivos introducen la "regla de supermayorías" (Stulz, 1988) y aunque generalmente los requisitos de mayoría simple son óptimos por término medio, Maug (1998a) encuentra paradójicamente que la probabilidad de aceptar una propuesta que reduzca el valor es estrictamente mayor si los requisitos de supermayorías son demasiado elevados.

La eficacia del activismo inversor se ha analizado principalmente de dos maneras: considerando el efecto sobre el rendimiento de la empresa de las propuestas accionariales y mediante el análisis de los efectos riqueza asociados a los inversores institucionales. En principio, existen distintas teorías sobre los efectos del activismo accionarial:

---

<sup>3</sup> Las propuestas reciben más votos en los siguientes casos: cuando son apoyadas por grandes inversores institucionales, accionistas activos, y miembros de la United Shareholders Association; cuando proponen una modificación directa de los derechos de voto de los accionistas; cuando el rendimiento de las acciones a largo plazo ha sido pobre y los ratios de valoración actuales son bajos; cuando la empresa ha decretado en el pasado un gran número de defensas frente a las tomas de control; cuanto mayor es el porcentaje de acciones en manos de accionistas externos que no forman parte del consejo de administración; y cuando la propiedad está altamente concentrada en inversores institucionales. Hay una relación negativa con el porcentaje de acciones en manos de los "insiders", el número de miembros del consejo de administración que son grandes propietarios no directivos, y los planes de propiedad de acciones de los trabajadores.

1. Las propuestas pueden estar motivadas por empresas con escasos rendimientos, pero pueden producir distintos efectos sobre los resultados empresariales a posteriori.

2. Otras teorías consideran improbable que las propuestas accionariales ocasionen cambios organizativos y de política significativos. Por lo tanto, las propuestas deberían tener un efecto escaso sobre el rendimiento y el valor de la empresa. Este resultado se refleja en el trabajo de Jensen (1993) al considerar que los sistemas de control internos, que incluyen las propuestas iniciadas por los accionistas, generalmente fracasan en su labor de hacer que los directivos maximicen el valor.

3. El activismo accionarial podría dañar la gestión empresarial, degradar el rendimiento y disminuir el valor de la empresa.

4. Por último, se establece que los inversores institucionales, considerados como activos, están sujetos a control político y algunas veces tienen objetivos distintos a la maximización del valor (Romano, 1993).

Puesto que la idea principal que subyace en el activismo accionarial es la disminución de los conflictos de agencia entre accionistas y directivos, parece lógico pensar que la probabilidad de realizar una propuesta por parte de los accionistas aumente si la empresa informa de resultados negativos<sup>4</sup>. Las propuestas hacen referencia a cambios en las reglas que gobiernan las relaciones entre accionistas y directivos, como puede ser la negativa a realizar un “greenmail<sup>5</sup>” como medida de defensa ante una adquisición hostil, estando condicionada la probabilidad de realizar la propuesta por la estructura accionarial existente en la empresa y los beneficios previstos para los accionistas derivados de la misma. Así, el activismo accionarial será mayor cuando los resultados esperados del mismo sean mayores y cuando la estructura accionarial existente sea tal que el alineamiento de intereses entre accionistas y directivos sea mayor, habiéndose encontrado evidencia de un mayor activismo cuando la propiedad institucional, la propiedad interna y la concentración

---

<sup>4</sup> Evidencia en este sentido encuentran John y Klein (1995), Karpoff, Malatesta y Walkling (1996) y Bizjak y Marquette (1998).

<sup>5</sup> Recompra incentivada de acciones en poder de un accionista hostil.

accionarial en externos son mayores (Karpoff, Malatesta y Walkling, 1996; Bizjak y Marquette, 1998). Sin embargo, si consideramos los efectos de las propuestas adoptadas a posteriori no se encuentra evidencia de que éstas aumenten el valor de la empresa, mejoren los rendimientos operativos, influyan en las políticas de la empresa, o provoquen una mayor rotación de directivos, lo que estaría en contradicción con el objetivo perseguido cuando se realizó la propuesta y se ejerció un mayor activismo accionarial.

Por otro lado, la eficacia del activismo de los fondos de pensiones ha sido estudiada por Wahal (1996) examinando todas las empresas objeto de toma de control por parte de los nueve mayores fondos desde 1987 hasta 1993. La evidencia apoya las conjeturas de Romano (1993) de que la supervisión por los fondos de pensiones activos puede no ser efectiva, reconociendo que puede haber problemas de agencia entre los directivos de los fondos de pensiones (que toman las decisiones de supervisión) y el resto de los inversores, lo que reduce la capacidad de los fondos de pensiones para ser supervisores efectivos. En conjunto, los resultados muestran ciertas dudas sobre la efectividad del activismo de los fondos de pensiones como sustituto del mercado activo de control corporativo.

Sin embargo, a pesar de que la eficacia del activismo inversor puede dar lugar a distintos resultados, no siempre orientados a maximizar el valor de la empresa para los accionistas, existe un incentivo para los pequeños accionistas a convertirse en supervisores eficientes de las acciones directiva mediante su agrupación. La evidencia americana ha sido clara en este sentido a través del trabajo de Strickland, Wiles y Senner (1996) que analiza la eficiencia de la supervisión por parte de los pequeños accionistas. Para ello evalúan el impacto que una organización de pequeños inversores, la United Shareholders Association<sup>6</sup> (USA), tiene sobre el valor y el gobierno de las grandes empresas. Esta asociación, creada en 1986 y disuelta en 1993, permitía combinar los recursos de pequeños accionistas con el fin de supervisar las acciones directivas, ofreciendo así una alternativa a los grandes accionistas. El estudio permite evidenciar el éxito que la USA tuvo en la negociación

---

<sup>6</sup> La USA contaba con 65.000 miembros, principalmente pequeños inversores individuales, aunque algunos grandes accionistas institucionales también apoyaban las propuestas de la USA, tales como California Public Employees Retirement System (CalPERS), el College Retirement Equities Fund (CREF), y el New York City Employees Retirement System (NYCERS).

de 53 propuestas de cambio de gobierno correspondientes a 34 empresas, encontrando un rendimiento anormal de 0,9% ante anuncios de un acuerdo de negociación y un incremento en la riqueza del accionista en 1,3 billones de dólares, pudiéndose provocar un problema de "free rider", ya que no se beneficia solamente a los miembros de la USA sino a todos los miembros de la empresa correspondiente. Sin embargo, a pesar del éxito que se atribuye a esta asociación, se disuelve en 1993 por considerar que los objetivos para los cuales se había constituido ya se habían alcanzado como eran: que la S.E.C.<sup>7</sup> facilitara el acceso a la información de las empresas a los accionistas, presionar a las empresas para que cambiaran la estructura de gobierno que resultaba hostil para los intereses de los accionistas, y generar una filosofía de aceptación generalizada de los derechos de los accionistas.

En resumen, el activismo inversor puede provocar efectos positivos sobre el valor de la empresa. Sin embargo, la supervisión y control de las actuaciones y decisiones de los directivos que llevan a cabo los inversores principales de la empresa supone una serie de costes, que pasamos a comentar.

### **2.2.2. Beneficios y costes derivados de la concentración accionarial.**

Los beneficios derivados de la concentración accionarial se pueden concretar en los siguientes:

- Genera incentivos para la recogida de información y la supervisión a los directivos superando el problema de "pasajero sin billete" o "free rider".
- Si la participación accionarial es alta, la concentración internaliza completamente el objetivo de maximización del beneficio neutralizando el conflicto de objetivos.
- La estabilidad en la estructura de propiedad asegura una visión a largo plazo y la recogida de información prospectiva.
- Se desarrollan relaciones de compromiso y confianza.

---

<sup>7</sup> Securities Exchange Commission.

Sin embargo, puesto que en la mayoría de los casos la propiedad del accionista mayoritario es inferior al 100% del capital de la empresa, los problemas de agencia se reducen pero no se eliminan completamente. Hart (1995) distingue tres razones por las que el accionista no ejerce la supervisión de manera óptima: porque no obtiene el 100% de las ganancias derivadas de su actuación, porque utiliza su poder para mejorar su posición a expensas de otros accionistas, o porque se convierte en la persona que dirige la empresa.

En particular, Demsetz y Lehn (1985) han distinguido dos tipos de costes derivados de la concentración accionarial. Por un lado, el mayor riesgo específico que deben soportar los directivos y los demás accionistas de la empresa, el cual podría soportarse a un menor coste mediante una buena diversificación de los accionistas externos. Sin embargo, el hecho de que la propiedad se encuentre tan concentrada en la mayoría de las empresas del mundo sugiere que la falta de diversificación originada por esta concentración no es un coste tan grande como el que resultaría de la pérdida del control. Por otra parte, se produce una apropiación de beneficios privados por parte de los accionistas internos a expensas de los accionistas minoritarios o externos. En este sentido, la estructura de propiedad deberá reflejar un *trade off* entre los beneficios derivados de la concentración de la propiedad y los costes esperados que se derivan del exceso de concentración como el riesgo y la expropiación de los accionistas minoritarios.

La supervisión se llevará a cabo si la riqueza que le corresponde al accionista derivada del incremento en el valor que se produce por el ejercicio de la supervisión ( $\beta_L (V^{**}-V^*)$ ) es superior o igual al coste de supervisión  $C_S$ , siendo  $\beta_L$  la participación accionarial de un accionista,  $V^{**}$  el valor de la empresa con supervisión,  $V^*$  el valor de la empresa sin supervisión y  $(V^{**}-V^*)$  la ganancia que se obtendría de la supervisión ya que se eliminan los costes de agencia.

Otros costes asociados a la concentración de la propiedad se derivan del posible conflicto de intereses con otros "stakeholders" como accionistas minoritarios, directivos, trabajadores; la inversión ineficiente; el atrincheramiento y las dificultades a la entrada de supervisores externos; y los costes de cumplir las exigencias legales de transparencia e información (Salas, 1997).

Existen pocos trabajos que se centren en medir el grado de expropiación de los accionistas minoritarios. El hecho de que las acciones con derechos de voto superiores sean comercializadas con una prima superior es representativo de los beneficios privados del control que se obtienen a expensas de los accionistas minoritarios. Paradójicamente, los dos países donde las primas por el derecho a voto son más bajas - Suecia y Estados Unidos - son los dos países en los que se han realizado estudios sobre la expropiación de los accionistas minoritarios. Por lo tanto, no es sorprendente que Bergström y Rydqvist (1990a) para Suecia y Barclay y Holderness (1989, 1992)<sup>8</sup> para Estados Unidos, no hayan encontrado evidencia en sus estudios de tal expropiación. Por el contrario, Zingales (1994) encuentra que el problema de expropiación es mayor en Italia, donde las primas pagadas son mucho más altas.

En general, el problema de expropiación por parte de los grandes inversores, se vuelve más significativo cuando los demás inversores son de distinta clase. En este sentido, cuando el gran inversor es un poseedor de acciones, tendrá un incentivo a forzar a la empresa a soportar demasiado riesgo, dado que él únicamente compartirá los buenos resultados, mientras que otros inversores, como pueden ser los acreedores, soportarán todos los costes derivados del fracaso de la empresa (Jensen y Meckling, 1976). Alternativamente, si el gran inversor es un acreedor, hará que la empresa ejecute proyectos de inversión adecuados porque él soporta parte del coste, mientras que los accionistas se beneficiarán de los resultados positivos que se obtengan (Myers, 1977).

Este problema de la expropiación, que se presenta cuando existen grandes inversores, puede perjudicar la eficiencia de la empresa a través de los efectos adversos que genera sobre los incentivos de los directivos y de los trabajadores. El hecho de que no exista un compromiso por parte de los grandes inversores para no apropiarse de manera oportunista de la riqueza generada en la empresa a posteriori, tiene un efecto adverso sobre los incentivos de los directivos y de los trabajadores a priori. En este sentido se decantan los trabajos de Burkart, Gromb y Panunzi (1997)

---

<sup>8</sup> Estos autores investigan la prima que se paga por los grandes bloques de acciones y, basándose en dicha prima, concluyen que los grandes accionistas obtienen beneficios derivados del control, es decir, que los objetivos de los grandes accionistas y de los pequeños accionistas no están (perfectamente) alineados.

para el caso de grandes accionistas, Shleifer y Summers (1988) para el caso de tomas de control, y Rajan (1992) para el caso de los bancos.

Asimismo, la búsqueda de un equilibrio entre los beneficios de la supervisión accionarial y los costes de expropiación que genera la presencia de grandes inversores en la empresa, presenta una dificultad adicional cuando planteamos la siguiente cuestión: ¿quién supervisa al supervisor?. Es decir, si el accionista mayoritario actúa de supervisor de la empresa en la que participa, existe un problema de supervisión cuando dicho accionista mayoritario tiene a su vez un accionariado disperso. En este sentido, Schreyögg y Steinmann (1981) encuentran que a pesar de que el 90% de las empresas de su muestra posee una propiedad accionarial concentrada considerando la participación directa, menos de la mitad de su muestra puede ser considerada como de propiedad concentrada si atendemos a la concentración de la propiedad del accionista mayoritario. Asimismo, Edwards y Fisher (1993) señalan como en muchas ocasiones las instituciones financieras o empresas no financieras que son accionistas importantes de una determinada empresa, tienen una propiedad dispersa. En este sentido, resulta bastante problemático asegurar que estos agentes actúen para maximizar el valor y lleven a cabo una función supervisora de manera eficiente en aquellas empresas de las que son accionistas principales.

### **2.2.3. Estructura de propiedad óptima.**

El análisis de la supervivencia de las empresas en mercados competitivos permite afirmar si dichas empresas tienen estructuras de gobierno óptimas (Kole y Lehn, 1997). Esta idea parte del trabajo de Fama y Jensen (1983) que afirmaba que si los costes de agencia de una determinada estructura de propiedad son muy grandes, las empresas con dicha estructura de propiedad serán eliminadas en la competencia por la supervivencia.

En este sentido, Denis y Denis (1994) analizan dicha supervivencia en empresas con propiedad directiva concentrada afirmando que estas empresas sobreviven como forma organizativa. Sin embargo, no pueden afirmar que los resultados obtenidos en estas empresas sean superiores a los obtenidos en una muestra de control. Asimismo, encuentran evidencia de que las empresas con

propiedad interna concentrada, en comparación con una muestra de control, no utilizan otros mecanismos de gobierno como son la inclusión de externos en los consejos, el pago de dividendos, el incremento de los niveles de endeudamiento, y la concentración de propiedad en accionistas externos o institucionales. Todo ello les lleva a concluir que la estructura de propiedad concentrada en los directivos no es ineficiente, sin embargo proponen que se lleve a cabo una mayor investigación en este sentido para poder concluir con mayor rigor sobre la eficiencia de la misma.

De acuerdo con esta visión, es el propio mercado el que tiende de hecho a producir estructuras organizativas más eficientes. Demsetz (1983) establece que la estructura de propiedad emerge como resultado endógeno de una selección competitiva en donde varias ventajas y desventajas en costes se compensan para alcanzar un equilibrio en la organización de la empresa. En conclusión, sólo la regulación gubernamental podría dar lugar a estructuras de propiedad ineficientes. En este sentido, Roe (1990) establece que dado que las leyes en Estados Unidos (al contrario de las de Japón y Alemania) desmotivan la creación de bloques de control, la baja incidencia de tales bloques en Estados Unidos podría ser subóptima.

Del mismo modo, Jensen y Meckling (1976) a la hora de analizar las Ofertas Públicas de Venta consideran que los empresarios tienen incentivos para elegir estructuras eficientes. Mientras los inversores públicos sean racionales, todos los costes y beneficios de una estructura de propiedad se reflejarán en el precio de oferta y, por tanto, será internalizado por el empresario que decide la estructura de propiedad inicial, dando lugar a una estructura accionarial socialmente eficiente, y por tanto cualquier regulación de esta decisión sólo reduciría el bienestar social<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Al considerar la propiedad como endógena, el óptimo social (o nivel de propiedad que maximiza la riqueza de todos los inversores de la empresa) y privado (nivel de propiedad que maximiza la riqueza de los empresarios, directivos o fundadores) coinciden. Sin embargo otros autores, al considerar la estructura de propiedad dada o exógena, consideran que la elección privada de esta estructura por parte de los fundadores de la empresa difiere del óptimo social (Grossman y Hart, 1980; Bebchuck y Kahan, 1990; y Bebchuck, 1994). Bebchuck y Zingales (1996) considerando la propiedad como endógena, encuentran también divergencia entre el óptimo privado y el óptimo social justificándolo a través de la falta de información que tiene el propietario inicial sobre los efectos que tendrá la estructura de propiedad decidida sobre los posibles compradores futuros.

En resumen, la estructura de propiedad óptima trata de maximizar la riqueza creada por la empresa, logrando un equilibrio entre los beneficios derivados de la supervisión y los costes de la mayor concentración accionarial, entre los que se encuentra la mayor asunción de riesgos y la expropiación de accionistas minoritarios. Tal y como proponen Zeckhauser y Pound (1990), la propiedad en manos de un mismo inversor debe estar limitada por la igualdad entre el beneficio marginal y el coste marginal derivados de la estructura de propiedad.

En este sentido, la literatura financiera ha planteado diversas hipótesis para justificar la importancia de un determinado grado de dispersión en el accionariado de las empresas considerando diversos contextos. Se trata de buscar un equilibrio entre la concentración del accionariado y un determinado grado de dispersión del mismo que favorezca la liquidez, con el objetivo de crear valor en la empresa, dado que ambas estructuras accionariales presentan tanto costes como beneficios. En particular, en el contexto de las salidas a bolsa de las empresas, se considera adecuado un cierto grado de dispersión del accionariado, de manera que se reduzcan los costes derivados de una supervisión superior a la que minimiza los costes de agencia, se incrementen los beneficios privados del control o se mantenga el control por parte de los internos de la empresa. Sin embargo, la mayor dispersión del accionariado puede tener un efecto perjudicial sobre la supervisión y el gobierno de la empresa, ya que la liquidez puede reducir el deseo del inversor principal de llevar a cabo una mayor intervención en las decisiones de la empresa. Sin embargo, la dispersión del accionariado no afecta siempre negativamente al gobierno de la empresa, distinguiéndose en principio tres efectos positivos derivados de la menor concentración: por un lado, permite establecer contratos de incentivos para los directivos de manera más eficiente; en segundo lugar, permite al inversor supervisor obtener un mayor beneficio derivado de la información privada, haciendo más efectivo el gobierno de la empresa; por último, el equilibrio entre la concentración y un cierto grado de dispersión del accionariado garantiza la diversificación del riesgo y la supervisión. A continuación pasamos a considerar cada uno de estos aspectos.

### **2.2.3.1. Salidas a bolsa.**

La decisión entre una estructura de propiedad concentrada o dispersa supone la búsqueda de un equilibrio entre los beneficios y los costes derivados de uno y otro caso. En este sentido, la decisión de salida a bolsa por parte de una empresa, dando lugar a una propiedad más dispersa, se justifica por el ahorro en costes derivado de un control excesivo por parte de los accionistas mayoritarios. Si la empresa no cotiza en bolsa, el hecho de añadir más accionistas puede ser muy costoso, cada nuevo accionista deberá destinar tiempo y esfuerzo a comprobar que la empresa es una buena inversión. Además, cuando quiera liquidar su participación, deberá incurrir en costes adicionales de búsqueda de comprador. Una posible solución sería la cotización de la empresa en Bolsa de manera que la información y las transacciones estén más centralizadas, siendo así menos costoso el incremento del número de accionistas, a pesar de los costes fijos de la cotización. Sin embargo, si la empresa no cotiza, se venderán participaciones a grandes accionistas (concentración), lo que provocará un ahorro del coste de salida a bolsa de la empresa pero se deberá aceptar un grado de supervisión superior al que minimiza los costes de agencia. En consecuencia, Pagano y Röel (1996) concluyen que la estructura de propiedad óptima supone generalmente un cierto grado de dispersión.

Sin embargo, junto a los beneficios que se derivan de la mayor dispersión del accionariado que se origina como consecuencia de la salida a bolsa se producen una serie de costes, entre los que se encuentran los costes de registro y de suscripción (por valor medio del 14% de los fondos obtenidos, de acuerdo con Ritter, 1987), los costes de infravaloración (15% por término medio, Ritter, 1987), y los problemas de agencia generados por la separación entre propiedad y control (Jensen y Meckling, 1976). Por el lado de los beneficios, podemos señalar la diversificación de riesgos, la posibilidad de financiarse con fondos propios más allá de la riqueza limitada del empresario fundador, el menor coste de acceso a los mercados de capitales, una mayor liquidez de las acciones de la empresa, y la supervisión exterior (Holmström y Tirole, 1993).

Teniendo en cuenta estos costes y beneficios, el propietario inicial de una empresa puede utilizar la Oferta Pública de Venta para optimizar la estructura de

propiedad de la empresa, de manera que se maximice el beneficio total derivado de la venta. En este sentido, Zingales (1995a) elabora un modelo en el que el propietario inicial debe decidir si vende participaciones de una empresa y qué proporción mantiene. Para ello, consideran que el beneficio producido por la empresa tiene dos componentes: uno observable (los flujos de caja) y uno no observable (derivado de los beneficios privados del control), concluyendo que si se vende a accionistas dispersos, se maximiza el beneficio por la venta de los derechos sobre los flujos de caja y, sin embargo, si se vende directamente a un comprador, se maximiza el beneficio por la venta de los derechos de control. Por tanto, si una empresa debe ser privada o pública, depende de la combinación entre el control mayoritario y la propiedad dispersa que maximiza la riqueza existente<sup>10</sup>.

Asimismo, otra de las razones que apoya un determinado grado de dispersión de la propiedad ha sido la "hipótesis de supervisión reducida". Según esta hipótesis, cuanto mayor es la dispersión de los accionistas externos, menor es el incentivo de éstos para supervisar la gestión actual. Ello justifica, según Brennan y Franks (1997) la infravaloración de las OPVs iniciales en Gran Bretaña, con la finalidad de asegurarse un prorrateo en la colocación de acciones que permita a los propietarios discriminar entre los solicitantes de acciones y reducir el tamaño de las participaciones de los nuevos accionistas, reteniendo así los internos el control<sup>11</sup>. Así, el efecto de la infravaloración sobre la riqueza de los directivos supone un coste inmediato, pero además un beneficio posterior al ser capaces de vender sus acciones a un precio que es mayor por la mayor liquidez que provoca la mayor difusión del accionariado<sup>12</sup>.

---

<sup>10</sup> En este sentido, señala que las distintas estrategias de venta de las acciones son adecuadas en contextos distintos: así, la venta directa a los accionistas actuales (spin-off) son preferibles cuando los beneficios privados del control son nulos; la venta directa a un tercero (direct sell-off) es adecuada cuando es probable que se reduzca el valor de los derechos de los flujos de caja; y, la venta de acciones al público en general (carve-outs) es adecuada en el resto de los casos.

<sup>11</sup> Stoughton y Zechner (1998) elaboran un modelo en el que el prorrateo en la OPV se utiliza en favor de los grandes accionistas en lugar de en favor de los pequeños para permitir una estructura de propiedad que mejore la supervisión de la empresa por los inversores externos a la misma.

<sup>12</sup> Levis (1993) y Ritter (1991) encuentran una sobrevaloración media de las OPV iniciales a largo plazo en gran Bretaña y Estados Unidos respectivamente.

Además, a posteriori se ha demostrado como una mayor dispersión del accionariado impide que se lleve a cabo una supervisión excesiva por parte de los inversores de control que pueda limitar la iniciativa directiva (Burkart, Gromb y Panunzi, 1997). En consecuencia, se pone de manifiesto una serie de efectos riqueza que se derivan de la mayor dispersión del accionariado, y que se ha evidenciado en algunas empresas, como Disney, Gulf and Western y Chock Full O'Nuts, que experimentaron un incremento en el precio de sus acciones cuando murieron sus propietarios mayoritarios, lo que indica que los accionistas mayoritarios perseguían intereses distintos a la maximización del valor<sup>13</sup>.

#### **2.2.3.2. El efecto negativo de la dispersión accionarial sobre la supervisión empresarial.**

Los accionistas activos que poseen una participación elevada en la empresa reducen los costes de agencia mediante la supervisión que ejercen, sin embargo, también reducen la liquidez o facilidad de los inversores para vender sus acciones creando problemas de asimetría de información. En este sentido, el objetivo de liquidez puede convertirse en un sustituto del activismo accionarial dando lugar a estructuras de propiedad más dispersas. Sin embargo, no debemos olvidar que la mayor dispersión del accionariado desmotiva la supervisión interna ya que reduce los costes de salida de los accionistas descontentos.

El análisis de Bhide (1993) sugiere que los legisladores americanos han promovido la liquidez del mercado a costa de la eficiencia del gobierno en la empresa, originando que hoy en día al menos la mitad de las empresas que cotizan pertenezcan a inversores que no juegan un papel activo en el gobierno de la misma.

En este sentido, las leyes del mercado de valores americano desmotivan la concentración activa de propiedad. Por ejemplo, la regulación sobre transmisión de información y las restricciones a las transacciones de los internos protege a los accionistas minoritarios y reduce los riesgos de la propiedad difusa, al mismo tiempo

---

<sup>13</sup> Johnson, Magee, Nagarajan y Newman (1985) encuentran incrementos en los precios de las acciones cuando se produce una muerte repentina (en accidentes aéreos o por ataques al corazón) del ejecutivo que dirigía la misma. Igualmente, Slovin y Sushka (1993) encuentran rendimientos anormales positivos en el precio de las acciones cuando se produce la muerte de un accionista mayoritario (con más del 10%) apoyando la tesis de atrincheramiento.

que reduce los costes de descomponer los bloques accionariales y de la diversificación de carteras manteniendo la liquidez del mercado. Asimismo, las leyes que promueven la fragmentación de carteras incrementan la liquidez del mercado, entendiendo por mercado líquido aquel en el que es posible convertir a corto plazo un valor negociable en dinero efectivo sin menoscabo de su valor real. Después de la crisis de 1929 se adoptaron varias normas para hacer a los grandes inversores pasivos y a los mercados de capitales activos con el fin de proteger a los pequeños inversores. Por lo tanto, la liquidez tiene tanto beneficios (los inversores pueden vender sus acciones rápidamente y diversificar de manera más barata) como efectos perjudiciales sobre el gobierno empresarial ya que desmotiva la inversión activa.

En esta línea cabe preguntarse: ¿Qué políticas empresariales ofrecen una combinación óptima entre los accionistas activos y la liquidez?

La liquidez y los accionistas activos dependen no sólo de la proporción relativa de títulos comprados por los accionistas dispersos o concentrados sino también de otras políticas. Una empresa puede favorecer el activismo accionarial vendiendo acciones que supongan mayores derechos y rendimientos pero una liquidez limitada, tales como los activos convertibles emitidos con un descuento o las acciones con mayores derechos de voto. Asimismo, las empresas pueden "invertir en liquidez" a través de la titulización, splits de acciones, cotizando en bolsas internacionales en vez de nacionales, presentaciones por parte de analistas de valores, auditorías por parte de contables con reputación, etc.

Una política óptima debe proteger los intereses de los accionistas difusos al mismo tiempo que mantiene unos incentivos adecuados para los accionistas activos. Si la empresa no pudiera ofrecer medidas de salvaguarda creíbles para los accionistas dispersos, se mantendría como empresa privada. Por otro lado, si a los accionistas mayoritarios no se les ofrecen rendimientos adicionales no tendrán incentivo a supervisar y tenderán a fragmentar su participación. Sin embargo, no existe una fórmula sencilla para resolver el problema. Aparte de la política empresarial que puede condicionar la combinación entre liquidez y concentración accionarial, existen otros factores que pueden influir en la misma. Bhidé (1993) establece que la política óptima dependerá de varios factores específicos de la empresa tales como la

transparencia de sus rendimientos y de su estrategia, la reputación de sus accionistas activos y de sus directivos, flujos de libre disposición, etc. También dependerá de las normas sociales y de la psicología del inversor<sup>14</sup>.

### **2.2.3.3. El efecto positivo de la dispersión del accionariado sobre el gobierno de la empresa.**

Los efectos positivos que la dispersión del accionariado genera sobre el gobierno empresarial los podemos resumir en los siguientes:

- Por un lado, la mayor dispersión del accionariado y el hecho de cotizar en la bolsa aumenta el control que ejerce el propio mercado de capitales. No hay duda de que el mercado de capitales se estableció por otras razones distintas a la supervisión de los directivos y, en particular, por la diversificación de riesgos y la adquisición de capital. Sin embargo, hoy en día el mercado de capitales desarrolla un importante papel en la supervisión, tanto directamente valorando las contribuciones pasadas al valor como indirectamente a través del mercado de control corporativo.
- En segundo lugar, la mayor dispersión del accionariado permite diseñar contratos de incentivos para los directivos más eficientes. La venta pública de acciones vincula los incentivos directivos al rendimiento del precio de las acciones de la empresa. En este sentido, Holmström y Tirole (1993) se basan exclusivamente en la estructura de propiedad como determinante de la liquidez para diseñar contratos de incentivos más eficientes, ya que el contenido informativo de los precios mejora con la liquidez. Sin embargo, hay otros muchos factores que influyen sobre la liquidez: costes de transacción, normas de regulación, la elección entre mercados de subasta y de bolsa, etc.

---

<sup>14</sup> Bhidé (1993) establece que la ausencia de regulación puede provocar que el mercado sea menos líquido de lo que resultaría óptimo (ya que la regulación no protege a los accionistas minoritarios y resulta necesaria la concentración del accionariado con tal finalidad), pero en algunos casos la regulación puede provocar que el nivel de accionistas activos sea inferior al óptimo (por ejemplo, al restringir la participación de los fondos de pensiones).

- La mayor liquidez del mercado o dispersión del accionariado permite aumentar los beneficios derivados de la información privada, haciendo más efectivo el gobierno de la empresa.

En principio, un mercado líquido permite a los inversores vender si reciben información adversa sobre una empresa y, por el contrario, un mercado menos líquido les obliga a mantener su inversión y a utilizar sus votos para influir en la mejor consecución de resultados por parte de la empresa. Sin embargo, aunque los mercados son más líquidos y eficientes que nunca, la supervisión por parte de los accionistas parece estar incrementando. Mientras las tomas de control se utilizan cada vez menos como mecanismo para corregir los errores en la gestión de la empresa, los grandes inversores institucionales parecen haber alcanzado rendimientos más altos a través de sus actividades de gobierno de la empresa.

Los mercados de capitales líquidos tienen dos efectos opuestos sobre el gobierno de la empresa. Por un lado, dicha liquidez facilita el ejercicio del control corporativo dado que permiten la aparición de grandes accionistas para corregir los fallos en la gestión. Por otro lado, los mercados líquidos también permiten a los grandes accionistas desprenderse de sus participaciones ante una caída esperada en el precio de los títulos en vez de involucrarse en la gestión de la empresa. El trabajo de Maug (1998b) muestra que el impacto de la liquidez sobre el control corporativo es positivo.

Considerado que la supervisión comprende aquellas actividades que añaden valor a la empresa, tanto mediante la intervención en los asuntos de la empresa como mediante la adquisición de información, Maug elabora un modelo que estudia el proceso de decisión de los grandes accionistas para supervisar la empresa. Para ello se consideran dos posibles efectos:

- El efecto "supervisión": poseer una mayor cantidad de acciones hace que el rendimiento de los títulos de la empresa sea más significativo para los grandes accionistas, y por tanto el incentivo a supervisar será mayor.

- El efecto "liquidez": si el mayor porcentaje de acciones es poseído por un accionista, los inversores individuales poseen menos acciones provocando que el

mercado sea menos líquido. Esta pérdida de liquidez reduce las ganancias esperadas por el accionista de la negociación basada en la información privada.

En este sentido, parte del incentivo para supervisar proviene, por lo tanto, de la capacidad para comprar acciones adicionales en el mercado de capitales a un precio que no refleje las mejoras realizadas por el accionista mayoritario. Como resultado, el accionista mayoritario se involucra más en la empresa cuanto más líquido es el mercado. Por lo tanto, un mercado más líquido da lugar a una mayor supervisión porque permite al inversor cubrir sus costes de supervisión a través de las transacciones con información privilegiada. Así, si el accionista mayoritario tiene que decidir entre vender sus acciones de la empresa o no vender y supervisar deberá comprobar que con su participación accionarial inicial puede cubrir los costes de supervisión y los costes de oportunidad por no vender (los cuales son mayores cuando el mercado es más líquido). Esto da lugar según Maug (1998b) a un nivel de propiedad óptimo desde el punto de vista social superior al óptimo desde el punto de vista privado y al deseo de incrementar la incertidumbre sobre la participación inicial del accionista mayoritario, ya que si ésta es percibida como baja, y por tanto se considera gran liquidez en el mercado, los beneficios que puede obtener por la venta de las acciones será mayor. Dicha incertidumbre se maximiza cuando la probabilidad de que el gran accionista compre y supervise iguale a la probabilidad de que venda. Para mejorar la supervisión en la empresa, Maug propone establecer un requisito de mayoría de votos más elevado para tomar las decisiones, forzando así a los directivos a incrementar su participación inicial en la empresa, lo que reduce el beneficio derivado de las transacciones con información privilegiada e incrementa el incentivo a supervisar.

Kahn y Winton (1998) elaboran un modelo con la misma finalidad que Maug (1998b), pero considerando en este caso que es un inversor institucional el que tiene acciones en una empresa y puede utilizar información sobre la misma tanto para vender ("especulación") como para decidir si interviene para mejorar el rendimiento de la empresa. La intervención incrementa el valor de las acciones actuales de la institución, pero la intervención sólo incrementa los beneficios de la venta si posee mayor información que el resto de los inversores. Por lo tanto, la información asimétrica y las expectativas que el mercado tenga sobre los resultados futuros de la

empresa puede incrementar o disminuir la motivación de los inversores institucionales para supervisar e intervenir en la misma. Así, si el mercado y el inversor institucional creen que la empresa tiene probabilidad de tener bajos rendimientos, la intervención mueve los rendimientos de la empresa en la dirección no esperada, con lo que se incrementan los beneficios de la venta por parte del inversor. Pero si el inversor institucional prevé una caída en los resultados y sin embargo, el mercado tiene una expectativa de mejora en el rendimiento, la intervención sólo reafirma estas creencias, mientras que la no intervención dará lugar a una caída de los resultados no esperada por el mercado. En este caso, la intervención tiende a disminuir los beneficios de la venta, y la institución cuya participación en la empresa sea lo suficientemente grande como para influir sobre la dirección, elegirá vender si tiene información a tiempo de una posible caída de los resultados.

Asimismo, la disponibilidad de información sobre la empresa y la capacidad de adaptación de ésta a los cambios condicionan también el deseo de intervención del inversor. En empresas en las que la información es difícil de encontrar (pequeñas, jóvenes o poco conocidas) la barrera de entrada es alta, y los beneficios de la venta serán grandes. Por el contrario, las empresas grandes, bien establecidas hacen que el coste de información sea menor, reduciendo la importancia de los beneficios de la venta en la decisión de la institución. Por otro lado, los resultados de una política de cambio llevará más tiempo en una empresa joven, de industrias emergentes que en una empresa madura y estable; si esto es así, el efecto de la intervención sobre los beneficios de la venta serán menores en la empresa joven.

En resumen, la intervención debería ser más probable en empresas que se hayan en industrias o situaciones que permiten un mayor acceso a la información por parte de los inversores externos (industrias madura y de bajas tecnologías), cuando el mercado espera que la empresa tenga bajos rendimientos, y cuando el periodo comprendido entre la intervención y el resultado del éxito o fracaso de dicha intervención es menor. Asimismo, dado el límite de los recursos y la necesidad de diversificación de los inversores institucionales la participación que éstos poseen en cada empresa estará limitada, afectando por tanto a los beneficios obtenidos de su intervención.

Siguiendo esta línea, Bolton y Von Thadden (1998) desarrollan un modelo en el que se decide cuál es la estructura de propiedad conveniente para la empresa: una propiedad concentrada y continua, que permita al accionista ejercer el control, o una propiedad dispersa, con la confianza de que el mercado secundario de lugar a la concentración cuando sea necesario para intervenir en la toma de decisiones de los directivos. Su análisis muestra que una empresa tiene una mayor probabilidad de elegir una estructura de propiedad dispersa, permaneciendo el resto de variables constantes, si hay una negociación activa en el mercado secundario y si la legislación facilita las OPAs como medio para adquirir el control. Además encuentran que la mayor liquidez en el mercado secundario facilita por sí misma las tomas de control al reducir el problema de "free-riding". Así, la estructura de propiedad (concentrada o dispersa) puede ser óptima dependiendo de las características de la empresa y del entorno en el que opera. Sus resultados muestran que la mayor demanda de liquidez media por parte de los inversores, los menores costes de control directivo, los mayores beneficios potenciales de corregir los errores directivos y los mayores costes de transacción en el mercado secundario favorecen una estructura de propiedad dispersa y viceversa para la concentración.

- Un determinado grado de dispersión del accionariado permite compartir el riesgo y garantizar la supervisión. Al mismo tiempo que la propiedad concentrada favorece las actividades de supervisión por parte de los grandes accionistas, da lugar a una pérdida potencial en los beneficios derivados del hecho de compartir los riesgos y que se obtienen cuando la propiedad está dispersa. Puesto que la estructura de propiedad empresarial se determina en el mercado, nos debemos preguntar si el mercado cuantifica adecuadamente los costes sociales y los beneficios de las distintas estructuras de propiedad, dando lugar a una estructura óptima. En este sentido, Admati, Pfleifer y Zechner (1994) haciendo caso omiso de la asimetría informativa entre supervisor y resto de los inversores, pero considerando la aversión al riesgo de los inversores, encuentran en su modelo de distribución de la estructura de propiedad una posición de equilibrio en la que se lleva a cabo la supervisión o activismo accionarial (incluso aunque la participación inicial del inversor mayoritario sea nula) además de compartir riesgos y en el que todos los agentes tienen la cartera de mercado de títulos

arriesgados independientemente de la técnica de supervisión específica. Sin embargo, señalan que pueden existir distorsiones en el reparto de riesgos que pueden dar lugar a adoptar actividades de supervisión que reduzcan los rendimientos esperados de la cartera de mercado.

Los modelos tradicionales de valoración de activos normalmente no consideran la liquidez y el control como factores explicativos y conjuntos del proceso de formación de precios de los títulos. Sin embargo, Gardiol et al. (1997) en su análisis, basado en estudiar el diferente precio pagado por acciones con distintos derechos de voto en Suiza y restricciones en su venta, muestra que la liquidez de dichas acciones, la existencia de un accionista dominante y el régimen de transferencia de propiedad son variables significativas a la hora de explicar la diferencia de precios en las acciones, lo que confirma que la interacción entre el riesgo de liquidez y el control corporativo se valoran en el mercado. En concreto, la mayor liquidez daría lugar a una menor diferencia en los precios entre las acciones con voto y sin voto.

En resumen, la elección de una estructura de propiedad óptima que maximice la riqueza de los inversores se consigue a través del equilibrio entre los costes y los beneficios derivados de una estructura más concentrada o más dispersa, siendo generalmente preferible mantener un cierto grado de dispersión del accionariado de manera que se mantenga la liquidez y la diversificación de riesgos. En concreto, los costes y beneficios que acompañan a una mayor dispersión del accionariado y por tanto se constituyen también en los beneficios y costes de una mayor concentración accionarial, aparecen en el cuadro 2.2.

<b>COSTES</b>	<b>Modelo</b>
• Selección adversa y riesgo moral	Leland y Pyle (1977), Rock (1986), Chemmanur y Fulghieri (1995), Jensen y Meckling (1976)
• Costes fijos por cotizar	Ritter (1987)
• Pérdida de confidencialidad	Campbell (1979), Yosha (1995)
<b>BENEFICIOS</b>	
• Liquidez:	Bolton y Von Thadden (1998), Bhide (1993), Huddart (1993), Kahn y Winton (1998), Booth y Chua (1996), Kothare (1997)
- Diversificación de riesgos	Admati, Phleifer y Zechner (1994), Pagano (1993)
- Contratos de incentivos más eficientes	Holmström y Tirole (1993)
- Supervisión más efectiva	Maug (1998b)
• Elimina costes de exceso de supervisión	Pagano y Röell (1996), Burkart, Gromb y Panunzi (1997)
• Manera óptima de transferir el control	Zingales (1995a)
• Hipótesis de supervisión reducida	Brennan y Franks (1997)

*Cuadro 2.2. Costes y beneficios de la dispersión accionarial.*

Asimismo, el cuadro 2.3. recoge la evidencia teórica y empírica relacionada con la búsqueda de una estructura de propiedad óptima considerando diferentes contextos de decisión, y en particular cuando se decide entre realizar una oferta pública o no, y entre vender las acciones en el mercado o no vender y ejercer la supervisión, de manera que el mayor o menor grado de concentración que maximiza el valor de la empresa varía en función del grado de liquidez, de la información y de la preferencia por el riesgo de los inversores.

Pagano y Röell (1996)	<p><b>Decisión:</b> cotizar la empresa en bolsa o permanecer como empresa privada</p> <p><b>Estructura de propiedad óptima:</b> con cierto grado de dispersión del accionariado.</p> <p><b>Estructura de propiedad depende de:</b> Equilibrio entre los costes fijos de cotizar y los costes derivados de una supervisión superior a la que minimiza los costes de agencia por no cotizar.</p>
Zingales (1995a)	<p><b>Decisión:</b> cotizar la empresa en bolsa o permanecer como empresa privada</p> <p><b>Estructura de propiedad óptima:</b> combinación de propiedad concentrada y propiedad dispersa que maximice la riqueza</p> <p><b>Estructura de propiedad depende de:</b> Equilibrio entre los beneficios derivados de los flujos de caja (observables) y los beneficios privados del control (no observables)</p>
Brennan y Franks (1997)	<p><b>Decisión:</b> infravaloración de las Ofertas Públicas Iniciales</p> <p><b>Estructura de propiedad óptima:</b> cierto grado de dispersión</p> <p><b>Estructura de propiedad depende de:</b> el deseo de los internos por seguir manteniendo el control (hipótesis de supervisión reducida)</p>
Bhide (1993)	<p><b>Estructura de propiedad óptima:</b> combinación de propiedad concentrada y propiedad dispersa</p> <p><b>Estructura de propiedad depende de:</b> el equilibrio entre los beneficios de la liquidez (venta más rápida de acciones y diversificar de manera más barata) y los costes que acompañan a la mayor dispersión del accionariado (perjudica al gobierno empresarial desmotivando la inversión activa)</p>
Holmström y Tirole (1993)	<p><b>Estructura de propiedad óptima:</b> dispersa</p> <p>La mayor liquidez da lugar a contratos de incentivos directivos más eficientes (Inversores neutrales al riesgo y directivo adverso al riesgo)</p>
Maug (1998b)	<p><b>Decisión:</b> el accionista mayoritario decide si vender sus acciones o no vender y supervisar</p> <p><b>Estructura de propiedad óptima:</b> la concentración accionarial que supone un óptimo social es mayor que el óptimo privado</p> <p><b>Estructura de propiedad depende de:</b> el equilibrio entre los beneficios derivados de la mayor supervisión (concentración) y los beneficios derivados de la información privada (que son mayores en mercado más líquidos)</p> <p>La liquidez hace más efectivo el gobierno de la empresa. (Inversores neutrales al riesgo)</p>
Kahn y Winton (1998)	<p><b>Decisión:</b> el inversor institucional mayoritario decide si intervenir activamente en la empresa o no intervenir y vender sus acciones</p> <p><b>Estructura de propiedad depende de:</b> la información disponible sobre la empresa (cuanto mayor sea la información mayor es el incentivo a supervisar) y las expectativas del mercado sobre la empresa (expectativas negativas de beneficios aumentan el incentivo a supervisar)</p> <p>(Inversores neutrales al riesgo)</p>
Bolton y Von Thadden (1998)	<p><b>Decisión:</b> propiedad concentrada o dispersa</p> <p><b>Estructura de propiedad depende de:</b> la liquidez del mercado y de la existencia de una legislación que favorezca las OPAs como medio para adquirir el control. Si se dan estos dos factores es más probable elegir una estructura de propiedad dispersa.</p>
Admati, Phleifeder y Zechner (1994)	<p>En el equilibrio la estructura de propiedad garantiza la supervisión y el reparto de riesgos (Inversores adversos al riesgo)</p>
Huddart (1993)	<p><b>Estructura de propiedad óptima:</b> el accionista mayoritario vende cuando la información obtenida sobre la empresa durante su supervisión le permite obtener un beneficio tal que compense los costes privados en que incurrió para obtenerla. El accionista minoritario ve compensado el beneficio de la supervisión con la posible pérdida derivada de la información privilegiada de los mayoritarios. Existe una única estructura de propiedad maximizadora de la riqueza. (Accionistas y directivos adversos al riesgo)</p>

*Cuadro 2.3. : Estructura de propiedad óptima considerando diferentes contextos de decisión en función de la liquidez, la información y la preferencia por el riesgo de los inversores.*

#### **2.2.4. Estabilidad de la estructura de propiedad.**

Aunque podamos hablar de una estructura de propiedad óptima<sup>15</sup>, su estabilidad a lo largo del tiempo queda en entredicho. En principio, podemos pensar que ni el accionista supervisor (si existe) ni el empresario tienen incentivos para alterar sus participaciones en la empresa si todos los inversores pueden anticipar el futuro y tienen un conocimiento perfecto del tamaño de las transacciones y de la identidad de quienes las realizan. Ello se debe a que valorarán las acciones al precio que refleje el valor de la empresa bajo la nueva estructura de propiedad. Sin embargo, la situación es bastante distinta si consideramos que el mercado no es totalmente transparente, lo que nos llevaría a considerar una estructura de propiedad dinámica. Es decir, si el precio de mercado no reacciona ante las órdenes de compra o de venta del accionista supervisor sino que mantiene el valor con la actual estructura de propiedad, el accionista siempre ganará con dicha transacción y se producirá una modificación en la estructura de propiedad (Pagano y Röell, 1996). Por el contrario, Mork, Shleifer y Vishny (1988a) consideran que cambios inesperados en la estructura de propiedad son muy raros, excepto en los casos en los que se refieren a contextos de cambio de control. En el caso español, Crespi (1997) y Galve y Salas (1997) consideran que la estructura de propiedad no es constante a lo largo del tiempo, observándose en este último caso el intercambio frecuente de participaciones significativas, aunque se mantiene la concentración accionarial durante el periodo de referencia.

La existencia de una estructura de propiedad óptima y su estabilidad a lo largo del tiempo depende como hemos visto del equilibrio entre los beneficios derivados de una mayor supervisión de la empresa y los costes derivados del exceso de supervisión, la pérdida de liquidez, la expropiación de accionistas minoritarios o la menor diversificación de riesgos. Dicho equilibrio llevará al inversor a optar por una mayor o menor supervisión con el consiguiente efecto sobre el valor de la empresa pudiendo además influir sobre las decisiones financieras al perseguir un mayor alineamiento de intereses entre accionistas y directivos.

---

<sup>15</sup> Véase Huddart (1993).

A continuación, y antes de evaluar los efectos concretos que la estructura y composición del accionariado tiene sobre la creación de valor en la empresa y sobre las decisiones directivas, hacemos referencia a las diferentes medidas utilizadas para calcular la concentración accionarial, haciendo especial hincapié en aquellas que consideran el grado de dispersión del resto del accionariado. Asimismo, se señalan los principales determinantes de la concentración accionarial, ya que la capacidad de supervisión y el deseo de incrementar o mantener una estructura accionarial concentrada puede depender de características específicas de la empresa, que deben considerarse para evaluar los resultados del ejercicio del control.

### **2.3. MEDIDAS DE LA CONCENTRACIÓN ACCIONARIAL Y SUS FACTORES DETERMINANTES**

#### **2.3.1. Medidas de la concentración accionarial.**

La concentración accionarial no debe entenderse únicamente en un sentido absoluto de "propiedad mayoritaria" sino que junto a ésta pueden situarse pequeños accionistas que con una participación relativamente sustancial en la empresa pueden ejercer influencia sobre las decisiones que se adopten. En este sentido, podemos hablar de dos tipos de accionistas: los "accionistas minoritarios sustanciales" y los "accionistas mayoritarios". Los primeros están compuestos por aquellos inversores que aunque poseen un 10 o un 20 por ciento de las acciones de la empresa se considera que poseen una participación sustancial con relación al resto de los accionistas. Los segundos se corresponden con aquellos accionistas que poseen más del 50% de las acciones de la empresa. Puesto que los grandes accionistas gobiernan ejerciendo sus derechos de voto, su poder depende del grado de protección legal de sus votos. La propiedad mayoritaria funciona sólo si el mecanismo de votación funciona y su influencia sobre las decisiones de la empresa es directa, puesto que es relativamente fácil demostrar quien detenta el 51% de la propiedad y no es necesario un recuento de votos si el accionista mayoritario expresa sus preferencias. En el caso de accionistas minoritarios sustanciales serán necesarias las alianzas con otros inversores para ejercer el control. En este caso, los directivos pueden interferir en dichas alianzas y los obstáculos que encuentran los tribunales para defender los

derechos de los accionistas son mayores. Por esta razón, este tipo de accionistas sólo será efectivo en países con sistemas legales sofisticados.

Cubbin y Leech (1983) proponen una alternativa para evitar el problema de la arbitrariedad en la definición de “participación accionarial dominante”, que considera el grado de dispersión de las acciones no poseídas por el mayor accionista o grupo de control. Suponemos que existen  $N+1$  accionistas que poseen proporciones  $P_0, P_1, \dots, P_N$  de acciones y que éstas son ordenadas de manera que  $P_0 > P_1 > P_2 \dots > P_N$ . Ahora consideramos el grado de control ejercido por el accionista 0. La medida propuesta por Cubbin y Leech es la probabilidad de que el accionista 0 gane un voto bajo el supuesto de que los otros accionistas, que votan con una probabilidad  $\pi$ , voten independientemente de cada uno de los demás y sea igualmente probable que voten a favor o en contra del accionista 0. Utilizando el teorema Central del Límite, esta probabilidad es aproximadamente  $\phi(P_0/(\pi \sum_{i=1}^N P_i^2)^{1/2})$  donde  $\phi$  es la función de distribución normal. Con esta expresión, resulta evidente que el accionista 0 tendrá mayor probabilidad de ganar cuanto menos concentradas estén el resto de las acciones.

Por otro lado, Milnor y Shapley (1978) y Shapley y Shapiro (1978) desarrollan los denominados *valores Shapley* del poder de voto como una transformación no lineal de la proporción de los derechos de voto poseídos que reconoce la presencia o ausencia de otros propietarios de bloques de votos en la estructura de propiedad de la empresa. Este valor representa la probabilidad de que el bloque sea pivote en la determinación del resultado de la votación. Los valores Shapley desarrollados para los llamados juegos "oceánicos" se caracterizan por la presencia de  $n$  grandes accionistas, cada uno de los cuales controla una fracción  $W_i$  ( $i = 1, \dots, n$ ) del número total de votos, con el resto del control en manos de un conjunto de pequeños jugadores  $W_0 = 1 - \sum W_i$ .

Algunos estudios sobre la estructura de propiedad accionarial y su influencia en el valor de la empresa y las decisiones financieras que han utilizado estas medidas de concentración accionarial, que consideran el grado de dispersión del resto del accionariado, aparecen recogidos a continuación:

Medida de control accionarial	Estudio	País	Conclusión
<b>Medida de Cubbin y Leech</b> $\alpha_1 = F[(m_1)/(H - m_1^2)^{1/2}]$  siendo $H = \sum_j (m_j)^2$ el índice de Herfindahl, $F(\cdot)$ una función de distribución normal, y "m <sub>1</sub> " el porcentaje de acciones del mayor accionista o grupo	Mudambi y Nicosia (1998)	R.U.	El control está relacionado positivamente con el rendimiento y la concentración está relacionada negativamente con el rendimiento
	Nickell et al. (1997)	R.U.	El control ejercido por accionistas externos del sector financiero tiene un efecto positivo sobre la productividad.
	Leech y Leahy (1991)	R.U.	Empresas controladas por accionistas mayoritarios tienen mejores resultados
<b>Valores Shapley</b>	Eckbo y Verma (1994)	Canadá	Los dividendos son menores en empresas con mayor poder de voto en los internos
	Zingales (1994)	Italia	Los beneficios privados del control están valorados en más del 60% del valor de las acciones sin voto.

**Cuadro 2.4. Utilización de medidas de control accionarial que consideran la dispersión del resto del accionariado.**

Por su parte, La Porta et al. (1998) en un trabajo en el que analizan la propiedad accionarial en 27 países, consideran, para identificar al propietario último de la empresa la necesidad de diferenciar entre las acciones con voto y sin voto, la posibilidad de que exista una estructura piramidal o de participaciones cruzadas. Además establecen que para que una empresa sea considerada como de propiedad concentrada es necesario que posea un accionista con participación directa de al menos un 20% o que las participaciones indirectas a través de una cadena de propietarios sea al menos de un 20% en cada uno de los eslabones.

Por otro lado, los diferentes derechos de voto que pueden acompañar a las acciones puede originar que la propiedad no se concentre en quien detenta realmente el control que sería aquel accionista con mayor porcentaje de votos. Esta distinción puede dar lugar a: una mayor expropiación de los accionistas minoritarios y al pago de una prima por la adquisición de acciones con voto.

En este sentido, si partimos de la situación en la que cada acción se corresponde con un voto, se observa la maximización de los beneficios de los inversores en relación con los beneficios del controlador y se motiva la selección de un equipo directivo eficiente. Sin embargo, no siempre maximiza la ganancia de los inversores en un contexto de control corporativo (Grossman y Hart, 1988).

Por lo tanto, la existencia de acciones con distintos derechos de voto puede incrementar el incentivo a expropiar a los accionistas minoritarios<sup>16</sup>. El incentivo a la expropiación será máximo cuando un inversor que posee un pequeño porcentaje de acciones posea a su vez una proporción de votos con capacidad de controlar la empresa, ya que el accionista controlador paga solamente una parte del coste directo que cualquier beneficio privado del que se apropie tenga sobre el valor de la empresa. Sin embargo, a los accionistas controladores les interesa no sólo poseer acciones con gran poder de voto sino también acciones con bajo poder de voto para emitir señales sobre el valor de la empresa y tener un bajo coste de capital. Por estas razones, el porcentaje de acciones que posee el accionista controlador será mayor que el mínimo requerido para el control<sup>17</sup>.

En una extensión del modelo de Grossman y Hart (1988), Rydqvist (1996) realiza un estudio en el que considera el precio relativo de las acciones que difieren sólo en sus derechos de voto, mostrando que el valor de los derechos de voto depende de la distribución de propiedad inicial, y de la capacidad del directivo para enfrentarse a un rival por el control. En concreto, se ha demostrado que la prima por el voto decrece en proporción a las acciones con voto y, además, dicha prima es pequeña cuando un gran accionista controla la mayoría de los derechos de voto y es grande cuando la propiedad está dispersa o cuando hay dos grandes accionistas de igual tamaño (Zingales, 1994; Rydqvist, 1996<sup>18</sup>). La razón que se desprende es que niveles de participación accionarial iguales favorece la competencia por los derechos de voto, lo que aumenta el valor de dichos derechos.

Sin embargo, la propiedad mayoritaria, o el mayor poder de control o de voto que posee el inversor resultan relevantes para el gobierno de la empresa, siempre y cuando se tenga en cuenta hasta qué punto el accionista está dispuesto a involucrarse

---

<sup>16</sup> Bergström y Rydqvist (1990a) no encuentran evidencia en este sentido.

<sup>17</sup> Por el contrario, Zwiebel (1995) considera que mientras los beneficios del control pueden explicar la formación de bloques accionariales, la mayoría de los bloques son mucho menores de lo que generalmente se considera necesario para ejercer el control y modelan explícitamente estos beneficios parciales del control, y en particular la posibilidad de que estos inversores se unan formando una coalición de control.

<sup>18</sup> Si el mayor accionista posee más del 50% del capital social la prima por el derecho a voto es de 1,8%, si la diferencia de las participaciones de los dos mayores accionistas es mayor del 10% la prima es del 4,3%, y si la diferencia fuese inferior al 10% la prima es de 6,4%. El análisis empírico se realiza para Suecia, en donde el 75% de las empresas que cotizan tienen acciones con diferentes derechos de voto.

en la gestión directiva o a ejercer una mayor supervisión. El ejercicio de dicho activismo inversor resulta relevante incluso en el caso de accionistas minoritarios que se agrupan con otros accionistas para ejercer los derechos que les otorga su condición de inversores.

Dada la importancia de la estructura accionarial en el gobierno de la empresa y en la defensa de los intereses de los accionistas minoritarios, pasamos a considerar qué factores condicionan una estructura más concentrada o más dispersa.

### **2.3.2. Determinantes de la concentración accionarial.**

En este apartado señalamos algunos de los factores o características propias de la empresa que explican la mayor o menor concentración del accionariado en la empresa. Como ya planteamos en el primer capítulo, la efectividad de los mecanismos de gobierno está condicionada, no sólo por factores regulatorios y externos a la empresa, sino también por características internas de la propia de la empresa. En concreto, la relación existente entre la concentración accionarial y sus variables explicativas viene condicionada por la mayor o menor dificultad para llevar a cabo labor de supervisión en la empresa, por la necesidad de que se lleve a cabo dicha supervisión y por el riesgo que el inversor que ejerce el control y actúa de manera activa está dispuesto a asumir. En definitiva, depende de que los beneficios obtenidos de la supervisión sean mayores que los costes partiendo de unas características de la empresa determinadas.

En primer lugar, el tamaño de la empresa afecta de maneja negativa al grado de concentración del accionariado. Esta relación se justifica porque cuanto mayor es la empresa, *ceteris paribus*, mayor será el precio que hay que pagar para conseguir una fracción significativa y mayor será el sacrificio de oportunidades para diversificar riesgos, dando lugar a un menor grado de concentración (Holderness y Sheehan, 1988b; Bergström y Rydqvist, 1990b; Leech y Leahy, 1991; Crespí, 1997). Alternativamente, podríamos hablar de una relación positiva entre la concentración accionarial y el tamaño de la empresa por cuanto que al estar más concentrada la propiedad, la supervisión de las acciones directivas será mejor y el coste de capital menor, dando lugar a niveles de inversión mayores y por lo tanto a empresas más grandes. Sin embargo, Prowse (1992) señala que la diferencia en el tamaño de las

empresas sólo explica el 15% de la diferencia en el grado de concentración de la propiedad. Para el caso español, Galve y Salas (1994) consideran como endógena la variable tamaño para evaluar su impacto sobre la concentración accionarial. Sus resultados empíricos indican que un mayor tamaño causa una mayor dispersión accionarial, sin embargo, no puede excluirse la interpretación alternativa de que más dispersión permita que la empresa alcance una mayor dimensión. El coeficiente de la variable tamaño en la ecuación que explica la concentración accionarial tiene un signo positivo cuando se trata de empresas cuyo accionista principal es otra empresa, y negativo en el resto. Es decir, entre las empresas integradas en una estructura de *holding* o grupo bancario, la concentración accionarial podría estar respondiendo a factores estratégicos. Aceptando que la concentración accionarial y el tamaño de la empresa se determinan simultáneamente, el crecimiento de la empresa española podría estar afectado por los mismos factores exógenos que inciden en la determinación de la estructura accionarial, como son las posibilidades de diversificar riesgos en el mercado, eficacia de los sistemas de incentivos gerenciales y eficacia de los grupos de control en sus actividades de supervisión y gestión en general.

En segundo lugar, el riesgo de la empresa puede influir en la concentración accionarial de dos maneras diferentes. Por un lado, la mayor inestabilidad de los resultados o rendimientos de la empresa dificulta la evaluación del rendimiento directivo por lo que la concentración se configura como mecanismo de supervisión, dando lugar a una relación positiva entre ésta y el riesgo específico (Bergström y Rydqvist, 1990b; Prowse, 1992) o el riesgo total (Leech y Leahy, 1991). Por otro lado, los accionistas al pretender diversificar su riesgo participarán en menor proporción en las empresas que presenten un mayor riesgo específico (Crespí, 1997) o sistemático (Leech y Leahy, 1991 y Galve y Salas, 1994) dando lugar a una relación negativa entre el riesgo y la concentración. Si la estructura accionarial de la sociedad anónima respondiera exclusivamente al objetivo de asignar eficientemente los riesgos de la inversión, sus acciones se repartirían entre un número elevado de accionistas, cada uno de los cuales tendría a su vez una baja proporción del capital, dando lugar a una concentración muy baja. Sin embargo, los estudios sobre concentración accionarial han puesto de manifiesto que la presencia de accionistas con participaciones accionariales relativamente importantes es bastante frecuente, de

manera que la estructura accionarial debe responder a algo más que a la asignación de riesgos, por lo que se deben tener en cuenta los problemas de control e incentivos, además de la asignación de riesgos.

En tercer lugar, los flujos de libre disposición pueden afectar al nivel de concentración de la propiedad en un sentido positivo, ya que aquellas empresas con mayores flujos de caja libres presentan en principio mayores problemas de agencia y en concreto una mayor probabilidad de inversión en proyectos no rentables. En consecuencia, la concentración accionarial se presenta como un mecanismo para alinear intereses entre accionistas y directivos (Bergström y Rydqvist, 1990b).

Por su parte, el hecho de que la empresa se incluya dentro de un sector regulado disminuye la concentración accionarial, ya que la propia regulación sirve de supervisor de las acciones directivas (Galve y Salas, 1994). Asimismo, la cotización de la empresa en bolsa da lugar a una mayor dispersión del accionariado puesto que, por un lado, es el propio mercado el que actúa como supervisor siendo menos necesaria la concentración de propiedad con dicha finalidad, y por otro, la empresa cuenta con un mecanismo, la pertenencia al mercado bursátil, que atrae a pequeños inversores (Agrawal y Knoeber, 1996; Bathala, 1996).

La especificidad de la tecnología de la empresa (medida por ejemplo a través del gasto en I+D sobre el activo total) se plantea como otro posible determinante con signo negativo de la concentración accionarial al dificultar y hacer menos efectiva la supervisión por parte de los accionistas externos (Agrawal y Knoeber, 1996). El mismo planteamiento, basado en la dificultad de supervisión, se emplea para explicar la relación negativa entre la existencia de varias divisiones productivas en la empresa y la concentración accionarial (Leech y Leahy, 1991; Denis, Denis y Sarin, 1997b).

Por último, no debemos olvidar que una de las principales causas de la diferente concentración de la propiedad entre países es la distinta regulación legal a la que están sometidos (Prowse, 1994).

## **2.4. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD Y CREACION DE VALOR EN LA EMPRESA**

### **2.4.1. La concentración de propiedad accionarial y creación de valor.**

La evidencia sobre el papel de los accionistas en el ejercicio del gobierno de la empresa empieza a ser cada vez más extensa, y sin embargo, no se han alcanzado conclusiones definitivas<sup>19</sup>. Por una parte, encontramos trabajos que apoyan la idea de que los grandes accionistas juegan un papel activo en el gobierno de la empresa y obtienen resultados favorables a la hipótesis de que los grandes accionistas contribuyen positivamente a los resultados de la empresa. Por otra, algunos autores no encuentran relación significativa entre el rendimiento de la empresa y la presencia de un accionista dominante en la misma, lo que puede ser debido a dos razones: i) que el accionista mayoritario no está dispuesto a asumir los costes de una mayor supervisión y ii) que incluso asumiéndolos, su esfuerzo no se ve reflejado en el rendimiento de la empresa que beneficia a todos los inversores, sino que se obtienen una serie de beneficios privados, derivados de una mayor información<sup>20</sup>.

Además, no sólo no se observa consenso en relación con la influencia que la propiedad accionarial ejerce sobre los rendimientos de la empresa, sino que además la evidencia empírica ha mostrado diferentes resultados cuando se consideran diferentes medidas de rendimiento o de creación de valor en la empresa. En este sentido, cabe preveer una mayor incidencia de la propiedad sobre las variables de “performance” o de rendimiento de las acciones y una influencia más significativa de los mecanismos de control internos (como el consejo de administración) sobre el rendimiento operativo. Evidencia en este sentido recoge Melle Hernández (1998) para el caso español.

Por otro lado, el hecho de que la propiedad esté concentrada o dispersa afecta a los objetivos que se persiguen en la empresa, puesto que los inversores principales persiguen la maximización del valor, que a su vez puede afectar al objetivo de crecimiento. En el caso de que la empresa presente una propiedad muy concentrada,

---

<sup>19</sup> Véase Short (1994).

<sup>20</sup> Anderson y Lee (1997) justifican, al menos en parte, la divergencia en los resultados obtenidos en los diferentes trabajos referentes a la propiedad accionarial en Estados Unidos en función de la fuente de información utilizada.

de manera que se pueda ejercer un control efectivo sobre los administradores, se asumirá como objetivo en la toma de decisiones la maximización de los resultados del accionista. Alternativamente, el objetivo de la empresa con una propiedad dispersa, es decir, donde ese objetivo representa los intereses del gerente, será la maximización del tamaño, en cuanto que en esta variable se resumen los objetivos de prestigio y poder que se atribuyen a este gerente, subordinada a una rentabilidad mínima para los accionistas. Por otro lado, una hipótesis alternativa nos llevaría a considerar que la concentración de las acciones puede provocar una preocupación por la excesiva concentración de riesgos que puede llegar a restringir el crecimiento y a sacrificar a su vez la rentabilidad, ya que se limita el tamaño para asegurar el mantenimiento del control y evitar la excesiva concentración de riesgos.

Considerando el caso particular de la empresa familiar, Galve y Salas (1993) llevan a cabo un estudio en el que consideran una función de rentabilidad de la empresa en función del tamaño de la misma y del tipo de control que se ejerce. Utilizando una muestra de 110 empresas llegan a la conclusión de que el mantenimiento del control de la empresa, especialmente un control mayoritario, dentro del grupo familiar puede obligar a la misma a limitar su crecimiento, probablemente porque el mayor tamaño daría lugar a una excesiva concentración de riesgos del patrimonio familiar. Sin embargo, mantener ese control mayoritario dentro de la familia tiene una consecuencia positiva en términos de mayor eficiencia frente a una situación donde el control se difumina y/o se traslada a otros grupos como bancos o empresas extranjeras.

Con frecuencia, la eficiencia se evalúa a través de la rentabilidad. Sin embargo, Galve y Salas (1995) continuando su trabajo de 1993, utilizan una función neoclásica de producción del tipo Coob-Douglas, de manera que miden la eficiencia a través de la productividad del trabajo ajustada por la intensidad del capital y por el efecto de las economías de escala. Encuentran que la empresa familiar es más eficiente que la empresa no familiar pero esa eficiencia no se traduce en mayor rentabilidad, porque la dimensión de la empresa familiar es menor y ello le impide aprovechar las ventajas del tamaño, por lo que el impacto positivo de la productividad sobre la rentabilidad se ve compensado por el impacto negativo de la menor dimensión.

Sin embargo, a pesar de que la concentración accionarial resulta no significativa en la explicación de los resultados en algunas ocasiones, se ha observado cómo su combinación con otros mecanismos de gobierno contribuye en sentido positivo al rendimiento empresarial. En este sentido, el trabajo de McConnell y Servaes (1990) encuentra coeficientes significativos cuando un accionista mayoritario se combina con la propiedad de los "insiders", lo que vislumbra el efecto combinado de la concentración de la propiedad y la propiedad interna. Asimismo, otros trabajos señalan que para que la concentración accionarial se traduzca en mayores resultados es necesario que se lleve a cabo un cambio en el control. Así, Mikkelson y Ruback (1985) y Barclay y Holderness (1991) establecen una reacción positiva de los precios de las acciones cuando un inversor adquiere una participación importante en la empresa, pero si dicho accionista no lleva a cabo una acción de cambio de control, por medio de una toma de control o de un cambio directivo, las ganancias inicialmente obtenidas se disiparán.

Por último, cabe señalar la diferente influencia de la distribución del capital social sobre los resultados de la empresa cuando varía el grado en el que se presentan los conflictos de intereses en la organización. En este sentido, McConnell y Servaes (1995) analizan la diferente influencia de la distribución de la propiedad sobre el ratio  $q$  de Tobin cuando las oportunidades de crecimiento<sup>21</sup> son distintas. Parten de la hipótesis de que la diferencia potencial de intereses será mayor en empresas con menores oportunidades de crecimiento, por lo que resulta lógico que la distribución del capital social entre los internos, los inversores institucionales y los accionistas mayoritarios externos tenga una influencia más significativa sobre la  $q$  de Tobin en aquellas empresas con menores tasas de crecimiento. Del mismo modo, analizan la influencia del nivel de endeudamiento sobre la  $q$  de Tobin, encontrando que en aquellas empresas con altas tasas de crecimiento el valor está relacionado

---

<sup>21</sup> Medidas a través del ratio PER.

negativamente con el endeudamiento, mientras que en las empresas con bajas tasas de crecimiento esta relación es positiva<sup>22</sup>.

---

<sup>22</sup> En el primer caso se estaría incurriendo en un problema de infrainversión y el segundo caso se estaría evitando el problema de sobreinversión.

<b>EVIDENCIA QUE APOYA LA HIPÓTESIS DE SUPERVISIÓN DE LA CONCENTRACIÓN ACCIONARIAL</b>				
<b>Estudio</b>	<b>Medida de resultados</b>	<b>Metodología</b>	<b>País</b>	<b>Conclusión</b>
Melle Hernández (1998)	ROA, ROE, variación en la capitalización bursátil	Efectos fijos	España	La concentración accionarial incide más sobre indicadores que miden “objetivos propios de los accionistas” como la ROE y la variación en la capitalización bursátil
Galve y Salas (1993)	Ln valor añadido (b° + amortización) /Recursos propios	MCO	España	Para un grupo de control dado, la eficiencia aumenta con la participación accionarial que se concentre en el mismo
Xu y Wang (1997)	Ratio valoración, ROA, ROE	MCO sobre un panel de datos	China	La concentración accionarial tiene un mayor efecto sobre el ratio valoración que sobre el ROA o ROE
Leech y Leahy (1991)	Ratio valoración, Margen sobre ventas, ROE, crecimiento de las ventas y del activo	MCO	R.U.	Empresas controladas por accionistas mayoritarios tienen mejores resultados
Kang y Shivdasani (1995)	ROA, Rto. de las acciones, dummy =1 si b° antes de impuestos < 0	Logit	Japón	La concentración incrementa a probabilidad de cambio de los directivos cuando los rendimientos son bajos
Denis, Denis y Sarin (1997a)	n.d.	Logit	EEUU	La concentración incrementa a probabilidad de cambio de los directivos

<b>EVIDENCIA NO SIGNIFICATIVA DE LA HIPÓTESIS DE SUPERVISIÓN DE LA CONCENTRACIÓN ACCIONARIAL</b>				
<b>Estudio</b>	<b>Medida de resultados</b>	<b>Metodología</b>	<b>País</b>	<b>Conclusión</b>
Mehran (1995)	Q, ROA	Corte transversal	EEUU	No encuentra evidencia de una relación entre propiedad y rendimiento empresarial
McConnell y Servaes (1990)	Q de Tobin	MCO	EEUU	Concentración accionarial no significativa en los resultados de la empresa
Zechhauser y Pound (1990)	PER	MCO	EEUU	Empresas de propiedad concentrada presentan menor PER
Holdernes y Sheehan (1988)	Q de Tobin	MCO	EEUU	Concentración accionarial no significativa en los resultados de la empresa
Demsetz y Lehn (1985)	B° neto/valor contable fondos propios	MCO	EEUU	Concentración accionarial no significativa en los resultados de la empresa
Franks, Mayer y Renneboog (1997)	Rentabilidad de las acciones	Medias	R.U.	No se observa mayor concentración accionarial en aquellas empresas que presentaron peores rendimientos, con el fin de incrementar la supervisión.
Craswell, Taylor y Saywell (1997)	Q	MCO	Australia	Bajo poder explicativo de la propiedad en los resultados empresariales

**Cuadro 2.5: La concentración accionarial como mecanismo de gobierno: evidencia a favor y en contra de la hipótesis de supervisión.**

El efecto de la concentración accionarial sobre el resultado final de la empresa o la creación de valor puede entenderse a través de su influencia sobre las decisiones financieras de la misma. La literatura existente se ha basado principalmente en analizar la influencia de la estructura de propiedad sobre la decisión de dividendos, de endeudamiento, de inversión y de diversificación.

- La relación existente entre la concentración de propiedad y la política de dividendos se puede justificar a partir de tres supuestos: En primer lugar, las empresas con mayores tasas de dividendos deberán acudir al mercado con más frecuencia para conseguir fondos que financien sus inversiones. En este caso, la hipótesis de supervisión de los dividendos, según la cual una empresa paga altos dividendos con el fin de incrementar la probabilidad de venta de sus acciones comunes, aumentando así la probabilidad de supervisión del mercado de capitales, disciplinando la actuación de los que toman las decisiones en la empresa y añadiendo valor al reducir los costes de agencia, dará lugar a una relación negativa entre dividendos y la presencia de grandes accionistas. Asimismo, esta relación negativa se justifica según Fluck (1993) al entender que los dividendos son una parte del pago que realizan los accionistas internos que detentan el control a los accionistas externos, de manera que se evite que estos últimos traten de obtener el control mediante el incremento de su participación en la empresa.

En segundo lugar, un objetivo primordial de los grandes accionistas (en su función de supervisión) podría ser el incremento de los pagos de dividendos, puesto que exigirán mayores dividendos ante la posibilidad de que los directivos inviertan en proyectos con valor actual neto negativo (sobreinversión), dando lugar a una relación positiva entre dividendos y concentración accionarial. Una alternativa podría ser que los grandes accionistas retuvieran los flujos de caja generados por la empresa para reinvertirlos y expandir así el tamaño de la empresa y el dominio que tienen bajo su control (Jensen, 1986).

En tercer lugar, los dividendos pueden ser considerados como una señal enviada por los directivos para informar al mercado de las expectativas de beneficios futuros. En este caso, la presencia de grandes accionistas supondrá

una menor necesidad de reparto de dividendos, dado que actúan como un sustituto más creíble de la señal de mayores rendimientos futuros<sup>45</sup>.

- La concentración de la propiedad afecta también a la estructura de capital. Por una parte, la existencia de grandes accionistas permite reducir los costes de agencia derivados de la financiación con deuda, es decir, aseguran que la dirección de la empresa lleve a cabo políticas de inversión que son deseadas y esperadas por los deudores. La disminución de los costes de agencia de la deuda dará lugar a una disminución de los costes de capital de la misma que se traducirá a su vez en un mayor ratio de endeudamiento en la empresa, dando lugar a una relación positiva entre concentración de la propiedad y endeudamiento. Por otro lado, la presencia de accionistas importantes anula la necesidad de que la deuda sea utilizada con una finalidad de supervisión<sup>46</sup>, observándose una relación negativa entre concentración accionarial y endeudamiento.
- La influencia de la propiedad accionarial sobre la decisión de inversión ha sido recientemente recogida por Burkart, Gromb y Panunzi (1997). Estos autores proponen que la propiedad dispersa externa y la discrecionalidad directiva resultante tiene tanto costes como beneficios. Incluso cuando el control ejercido por los accionistas es eficiente a posteriori, a priori constituye una amenaza de expropiación que reduce la iniciativa directiva y las inversiones realizadas. Demuestran que la supervisión, y por tanto la concentración de la propiedad, entran en conflicto con los sistemas de incentivos basados en los rendimientos.

---

<sup>45</sup> En un contexto en el que se clasifican los países según el grado de protección de los inversores minoritarios, La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (2000) observan como en aquellos países de mayor protección el reparto de dividendos es mayor apoyando, dentro de la teoría de la agencia, la hipótesis de que los inversores presionan a los internos para que el pago de dividendos sea mayor y así reducir la sobreinversión y el consumo de beneficios personales.

<sup>46</sup> La deuda como mecanismo de supervisión permite reducir la sobreinversión y provoca un comportamiento más eficiente de los directivos al haber incrementado la probabilidad de quiebra.

- El efecto de la concentración accionarial sobre la diversificación empresarial ha sido recogido en el trabajo de Denis, Denis y Sarin (1997b) estableciendo una relación negativa entre ambas por tres razones. En primer lugar, las empresas cuya propiedad se encuentra más concentrada suelen ser más pequeñas, lo que reduce las oportunidades de diversificación de la misma. En segundo lugar, dichas empresas se caracterizan por la necesidad de conocimientos más específicos que son difícilmente aplicables a otras líneas de producción. Por último, las empresas jóvenes y cuyo principal accionista es su fundador son también menos proclives a extenderse a nuevas líneas de negocio. Si bien la diversificación disminuye el valor de la empresa, tal y como documentan Berger y Ofek (1995), la existencia de concentración accionarial en la empresa podría provocar que dicha reducción de valor fuese menor debido al papel supervisor de estos accionistas. Sin embargo, Denis, Denis y Sarin (1997b) no encuentran una relación significativa en este sentido.

<b>DIVIDENDOS</b>		
<b>Relación</b>	<b>Justificación</b>	<b>Evidencia</b>
Positiva	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Evita la sobreinversión</li> </ul>	Jensen (1986)
Negativa	Concentración accionarial => dividendos <ul style="list-style-type: none"> <li>• La concentración sustituye a los dividendos en la señalización de mayores rendimientos futuros</li> </ul> Concentración accionarial <= dividendos <ul style="list-style-type: none"> <li>• Hipótesis de supervisión de los dividendos</li> <li>• Se pagan mayores dividendos como prima para evitar el control y que no se aumente la concentración accionarial</li> </ul>	Bhattacharya (1979), Hansen, Kumar y Shome (1994)  Easterbrook (1984)  Myers (1995), Fluck (1993)
No relación		Zeckhauser y Pound (1990)
<b>ENDEUDAMIENTO</b>		
<b>Relación</b>	<b>Justificación</b>	<b>Evidencia</b>
Positiva	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La concentración reduce los costes de agencia de la deuda</li> </ul>	Jensen y Meckling (1976), Friend y Lang (1988), Gonedes et al. (1988), Rodríguez (1997)
Negativa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La concentración sustituye a la deuda como mecanismo de supervisión</li> </ul>	Ross (1977)
No relación		Zeckhauser y Pound (1990)
<b>INVERSIÓN</b>		
<b>Relación</b>	<b>Justificación</b>	<b>Evidencia</b>
Negativa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La concentración reduce la iniciativa directiva para llevar a cabo inversiones</li> <li>• La diversificación es menor en empresas de propiedad concentrada</li> </ul>	Burkart, Gromb y Panunzi (1997)  Denis, Denis y Sarin (1997b)

*Cuadro 2.6.: Relación entre la concentración del accionariado y la política de dividendos, de endeudamiento y de inversión en la empresa.*

En general, la mayoría de los trabajos consideran que las empresas controladas por el propietario (propiedad concentrada) tienen un mayor rendimiento que las empresas controladas por el directivo (propiedad dispersa). Sin embargo, dentro de la categoría de las empresas controladas por el propietario, se olvida en muchos casos la distinción entre los accionistas externos e internos y la naturaleza del titular de dichas acciones que resulta relevante por cuanto que la forma de ejercer la supervisión será distinta en cada caso. En este sentido, hemos distinguido dos casos en función del grupo accionarial de control: el directivo propietario y la propiedad institucional.

#### **2.4.2. Propiedad en manos de los internos.**

La compensación por incentivos y la propiedad de acciones son motivaciones importantes para que un directivo o un consejero tenga por objetivo maximizar el valor de la empresa para los accionistas<sup>47</sup>.

Incluso cuando un directivo posee sólo un porcentaje reducido de acciones de la empresa, la disciplina del mercado (como el mercado de trabajo gerencial, el mercado de productos y el mercado de control societario) le seguirán forzando hacia la maximización del valor. Por el contrario, un directivo que controla una parte sustancial de los activos de la empresa tendrá suficiente poder de voto o influencia para garantizar su empleo en la empresa a un salario atractivo, lo que puede dar lugar a un cierto atrincheramiento directivo y a un objetivo distinto al de maximación del valor.

##### **2.4.2.1. Propiedad interna y creación de valor en la empresa.**

La evidencia empírica sugiere que existe una relación entre rentabilidad de la empresa y porcentaje de capital en manos de consejeros y gestores no lineal. En este sentido, mientras que la propiedad gerencial de las acciones ofrece un fuerte incentivo financiero para que los gerentes maximicen el valor de la empresa (tesis de convergencia de intereses), una participación significativa permitirá a los directivos

---

<sup>47</sup> Holderness, Kroszner y Sheehan (1999) muestran una evolución creciente de la propiedad directiva en Estados Unidos que justifican por la menor volatilidad y mayores oportunidades de cobertura asociadas a un mercado de capitales más desarrollado.

eludir impunemente los mecanismos de disciplina y le permitirá perseguir otros objetivos (tesis de atrincheramiento<sup>48</sup>).

Por lo tanto, no es sorprendente que en la escasa literatura empírica sobre la relación entre la propiedad gerencial y el rendimiento de la empresa encontremos que en la mayoría de los casos, una vez que la propiedad gerencial sube por encima de un determinado valor, la relación se vuelve negativa (Hermalin y Wiesbach, 1991; Mork et al., 1988a; McConnell y Servaes, 1990; y Curcio, 1994). El problema para analizar el fenómeno del atrincheramiento radica en que no depende tanto del número de acciones en poder de dichos responsables como de su capacidad para controlar el derecho de voto de los restantes accionistas. Asimismo, una hipótesis complementaria de la tesis de agencia o de convergencia de intereses es la hipótesis de señales según la cual la relación positiva existente entre propiedad directiva y resultado se debe a la señal transmitida sobre la calidad de la empresa a través del deseo de participar en la misma<sup>49</sup>.

---

<sup>48</sup> Situación en la que la participación de los directivos en la propiedad les permite tener el suficiente poder como para asegurar su puesto de trabajo y su salario, y por ello orientar en mayor medida sus decisiones a sus intereses personales, pero no tanta participación como para identificar dichos intereses con los del resto de los accionistas.

<sup>49</sup> El deseo de retener la participación accionarial en la empresa por parte de los directivos en las Ofertas Públicas Iniciales se considera también como señal de calidad de la empresa, encontrándose una relación positiva entre la participación retenida y el ratio de valoración (Keloharju y Kulp, 1996).

<b>Relación no lineal entre el % de propiedad interna y la creación de valor</b>			
<b>Estudio</b>	<b>Variable de resultados</b>	<b>País</b>	<b>Relación entre % accionarial y resultados</b>
Hermalin y Wiesbach (1991)	Q de Tobin	EEUU	0-1% positiva, 1-5% negativa, 5-20% positiva, más de 20% negativa <sup>50</sup>
Mork, Sheleifer y Vishny (1988a)	Q de Tobin	EEUU	0-5% positiva, 5-25% negativa, más de 25% positiva
McConnell y Servaes (1990)	Q de Tobin	EEUU	< 50% positiva, >50% negativa
Himmelberg, Hubbart y Palia (1999)	Q	EEUU	No significativa
Craswell, Taylor y Saywell (1997)	Q	Australia	No significativa
Short y Keasey (1999)	Ratio valor, Q	R.U.	<10% positiva, entre 10 y 37% negativa, >37% positiva
Mudambi y Nicosia (1998)	Rto. anual de las acciones	R.U.	0-11% negativa, 11-25% positiva, más de 25% positiva
<b>Relación lineal entre el % de propiedad interna y la creación de valor</b>			
<b>Estudio</b>	<b>Variable de resultados</b>	<b>País</b>	<b>Relación entre % accionarial y resultados</b>
Demsetz y Lehn (1985)	B° neto / fondos propios, Rentabilidad de mercado	EEUU	No significativa

**Cuadro 2.7.: Relación entre la propiedad interna y la creación de valor en la empresa.**

Por otro lado, la relación causal podría establecerse en sentido contrario, es decir, de los resultados hacia la propiedad interna, y tanto en sentido positivo como negativo por varias razones:

- Los directivos de empresas con mayores resultados terminan teniendo más títulos de dichas empresas, ya que estas empresas presentan una mayor probabilidad de dar a sus directivos acciones de la empresa como primas (Mork, Shleifer y Vishny, 1988a).
- Asimismo, si al directivo se le recompensa por un proyecto con una mayor participación en los activos de la empresa, las empresas con mayor cantidad de activos intangibles tendrán simultáneamente mayores resultados y mayor propiedad directiva. Aunque también se ha mostrado como aquellas empresas con mayores activos intangibles, requerirán de una mayor participación directiva en el capital para asegurar la gestión efectiva de los activos, tal y como plantean Demsetz y Lehn (1985).

<sup>50</sup> El punto de corte en el 20% está motivado por Weston (1979) que sugirió que entre el 20% y el 30% de propiedad directiva una toma de control hostil no tendría éxito.

- Por último, en aquellas empresas con alta  $q$  de Tobin existe un incentivo por parte de los directivos a vender sus acciones y diversificar su riqueza total ya que la  $q$  refleja oportunidades de crecimiento ya capitalizadas en el precio de las acciones (Loderer y Martin, 1997).

Asimismo, como ya comentamos en el capítulo primero, una de las maneras de medir la eficacia de los mecanismos de gobierno es mediante el análisis de su influencia sobre el reemplazamiento directivo cuando se obtienen resultados adversos. En este sentido, la estructura de propiedad afecta a la probabilidad de cambio de los altos ejecutivos, tal y como señalan Denis, Denis y Sarin (1997a) al encontrar una relación negativa entre la probabilidad de cambio de los altos ejecutivos y la propiedad de los internos (atrincheramiento) y positiva con la presencia de accionistas mayoritarios externos (supervisión)<sup>51</sup>. Estos resultados referidos a Estados Unidos son similares a los obtenidos para el Reino Unido en el trabajo de Dahya, Lonie y Power (1998).

#### **2.4.2.2. Propiedad interna y su influencia sobre las decisiones financieras.**

La influencia de la estructura accionarial, y en este caso concreto de la propiedad interna sobre el valor de la empresa, puede entenderse a través de su incidencia sobre las decisiones financieras que pueden afectar a dicho valor final.

- La evidencia empírica que relaciona la propiedad interna y la política de dividendos sugiere la existencia de desacuerdo en relación con esta política entre los accionistas internos y externos, que puede variar de un país a otro en función de la distinta política fiscal vigente. En este sentido, Eckbo y Verma (1994) encuentran que los dividendos aumentan significativamente con el poder de voto de los accionistas empresariales/institucionales y disminuye significativamente con el poder de voto de los directivos-propietarios<sup>52</sup>. Por el contrario, Schooley y Barney (1994) encuentran una relación positiva entre la mayor participación en la empresa de los directivos y su deseo a distribuir, en vez de invertir, el exceso de

---

<sup>51</sup> En España, Gispert (1998) encuentra que la mayor concentración de propiedad reduce la sensibilidad del reemplazamiento directivo ante los resultados.

<sup>52</sup> De la muestra de 308 empresas canadienses, 63 eran controladas por los directivos-propietarios, y solo el 16% de éstas pagó dividendos alguna vez. De las 77 empresas controladas por accionistas empresariales/institucionales, el 100% pagó dividendos.

flujos de caja. Encuentran mayores ratios de pago en empresas en donde el ejecutivo poseía más del 14,9% de las acciones de la empresa.

- La propiedad accionarial de los internos se ha relacionado con el nivel de endeudamiento tanto en sentido negativo como positivo. La razón radica en que la estructura financiera sea o no considerada un mecanismo de gobierno sustitutivo de la propiedad interna. La relación negativa entre endeudamiento y propiedad interna sugiere la existencia de un *trade-off* entre la financiación con deuda y la propiedad interna en la resolución de los conflictos de agencia, debido a los costes de quiebra que se derivan de un mayor endeudamiento. Por otro lado, la relación positiva se justifica desde el punto de vista de la oferta y de la demanda, ya que la hipótesis de demanda establece que las empresas de propiedad más concentrada demandan más deuda debido al deseo de los directivos de mantener un control efectivo que se vería reducido si su propiedad es diluida mediante la emisión de más acciones. Por el lado de la oferta, se establece que las empresas controladas por los directivos tienen menores costes de agencia de la deuda, incrementando la financiación con deuda ofrecida a la empresa. Por lo tanto, cuanto mayor es la propiedad interna, menor el atrincheramiento directivo y mayor el alineamiento de intereses entre accionistas y directivos, las estructuras de capital se encuentran más endeudadas.

Asimismo, los incrementos que se producen en el endeudamiento cuando se produce un cambio en el gobierno de la empresa, sugieren que la mayoría de las empresas tienen un nivel de deuda inferior al óptimo. En concreto, Berger, Ofek y Yermak (1996) encuentran incrementos significativos en el endeudamiento después de ofertas de adquisición sin éxito (el endeudamiento contable aumenta una media del 17% del valor del activo), reemplazamientos forzados de los ejecutivos<sup>53</sup> (endeudamiento aumenta en un 5% del valor del activo) y la incorporación de un accionista con al menos el 5% del capital social en el consejo en el mismo año en el que el ejecutivo es reemplazado (aumenta el endeudamiento en un 9%).

---

<sup>53</sup> Esto es, ejecutivos menores de 62 años que dejan de formar parte del consejo.

- La relación entre la propiedad interna y la decisión de inversión puede justificarse inicialmente según la teoría de los “flujos de libre disposición” y la teoría de la “jerarquía financiera” consideradas en el primer capítulo. La primera predice una relación negativa entre la participación de los miembros del consejo de administración en el capital social de la empresa y los gastos de capital de la misma, de manera que la propiedad interna, actuando como mecanismo de alineamiento de intereses, evita la sobreinversión en proyectos no rentables. Por el contrario, la teoría de la jerarquía financiera no predice relación alguna entre propiedad interna y decisión de inversión en la empresa, ya que son los flujos de caja los que condicionan dicha decisión.

Asimismo, es posible observar una relación positiva entre la propiedad directiva y la decisión de inversión si consideramos el riesgo de las mismas, ya que la inversión en activos arriesgados que incrementa el valor de las acciones y opciones sobre acciones del directivo puede inducir a éste a seleccionar inversiones que incrementen el riesgo empresarial. Sin embargo, la evidencia empírica considera que el hecho de que la propiedad interna se relacione con comportamientos arriesgados en la empresa no se debe al incremento que se espera en la riqueza del accionista, dado que se encuentra una relación negativa entre las decisiones con riesgo y la propiedad institucional en la empresa, lo que indica que los motivos que tienen los directivos para asumir riesgos son distintos que los de los inversores institucionales pudiendo explicar este resultado en función de los distintos beneficios adicionales de que se puede apropiar el directivo y no los inversores institucionales (Knopf y Teall, 1996).

La propiedad interna además influye en el efecto informativo derivado de los anuncios de inversión. El estudio de los anuncios de una decisión de inversión resulta complejo por cuanto que los directivos no tienen la obligación de realizar tales anuncios y por lo tanto aquellos que lo hacen tienen una mayor probabilidad de que la decisión de inversión se transforme en una noticia más positiva que otros anuncios para la empresa, aumentando así el valor de la misma. Este problema de comunicación no se produce en el caso de una inversión particular, como son las adquisiciones, ya que casi todas las adquisiciones deben ser públicamente anunciadas, y a pesar de que muchos estudios muestran

rendimientos negativos resultantes de un anuncio de adquisición (Roll, 1986) los rendimientos negativos son más comunes en aquellas empresas cuyos directivos poseen pocas acciones (Lewellen, Loderer y Rosenfeld, 1985).

Sin embargo, existen dudas sobre que la propiedad sea un incentivo efectivo para inducir a los directivos a realizar decisiones de inversión que maximicen el valor de la empresa ya que la relación existente puede ser consecuencia de una relación causal contraria, de manera que aquellas empresas que llevan a cabo inversiones rentables y aumentan su valor, presentan mayores porcentajes de propiedad en manos de los internos que se encuentran más atraídos por este tipo de empresas (Cho, 1998).

La relación entre la propiedad interna y la diversificación de las actividades a que puede dar lugar la política de inversiones de la empresa es consecuencia de nuevo del mayor o menor deseo de alineamiento de intereses con el resto de los accionistas. En principio, la diversificación beneficia a los directivos por una serie de razones: por el poder y prestigio que se asocian a la gestión de una gran empresa, por la relación positiva entre la retribución que reciben y el tamaño de la empresa, porque la diversificación reduce el riesgo de las carteras personales de los directivos, o porque la diversificación hace que el directivo se vuelva indispensable para la empresa. Como resultado, estos mantendrán una estrategia de diversificación incluso aunque ello suponga una reducción de la riqueza de los accionistas, disminuyendo la diversificación sólo si son presionados para ello por mecanismos de gobierno internos o externos. Además, el deseo de reducir el riesgo personal del directivo que participa en la empresa puede dar lugar a una mayor política diversificadora.

Por el contrario, dado que la diversificación reduce la riqueza de los accionistas, a medida que los directivos incrementan su participación en la empresa será menos probable que adopten políticas que disminuyan dicha riqueza, por lo que la hipótesis de costes de agencia predice una relación negativa entre el nivel de diversificación y la propiedad accionarial del directivo. Ello supone implícitamente que los beneficios privados que la diversificación tiene para el directivo no están relacionados con su propiedad en la empresa.

En resumen, la participación de los directivos en el capital de la empresa no soluciona totalmente los problemas de agencia, ya que el poder de voto que le otorgue dicha participación puede debilitar la capacidad de control de otros accionistas, o impedir que ejecuten determinadas inversiones (Hirshleifer, 1992).

<b>DIVIDENDOS</b>		
<b>Relación</b>	<b>Justificación</b>	<b>Evidencia</b>
Positiva	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Evita sobreinversión</li> </ul>	Schooley y Barney (1994)
Negativa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La propiedad interna sustituye a los dividendos en la señalización de mayores rendimientos futuros</li> </ul>	Eckbo y Verma (1994), Rozeff (1982)
<b>ENDEUDAMIENTO</b>		
<b>Relación</b>	<b>Justificación</b>	<b>Evidencia</b>
Positiva	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reduce costes de agencia en la decisión de financiación y evita diluir el poder de voto</li> </ul>	Amihud et al. (1990), Agrawal y Mandelker (1987), Martin (1996), Leland y Pyle (1977), Kim y Sorensen (1986), Berger, Ofek y Yermark (1996)
Negativa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La propiedad interna sustituye a la deuda como mecanismo de supervisión</li> <li>• Costes de quiebra</li> </ul>	Agrawal y Nagarajan (1990), Bathala, Moon y Rao (1994), Friend y Hasbrouck (1987), Friend y Lang (1988), Jensen et al. (1992)
<b>INVERSIÓN</b>		
<b>Relación</b>	<b>Justificación</b>	<b>Evidencia</b>
Positiva	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Inversiones con mayor riesgo que incrementen el valor de sus acciones</li> <li>• La diversificación es mayor para reducir el riesgo personal</li> </ul>	Knopf y Teall (1996), Agrawal y Mandelker (1987) Amihud y Lev (1981), May (1995)
Negativa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tª de los flujos de caja libres. Evita la sobreinversión</li> <li>• La diversificación es menor para alinear intereses con el resto de los accionistas</li> </ul>	Miguel y Pindado (1995) Denis, Denis y Sarin (1997b), Lewellen, Loderer y Rosenfeld (1989)
No relación	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Teoría de la jerarquía financiera.</li> </ul>	Griner y Gordon (1995)

*Cuadro 2.8.: Relación entre la propiedad interna y la política de dividendos, de endeudamiento y de inversión en la empresa.*

#### **2.4.2.3. Propiedad interna y tomas de control.**

El alineamiento de intereses y el atrincheramiento directivo se han considerado también causas de la mayor o menor probabilidad con que los directivos aceptan las tomas de control, con el consiguiente efecto sobre la riqueza de los accionistas. El incentivo a alinear intereses motiva al directivo de la empresa objetivo de la toma de control a aceptar una oferta si esto ayudara a los accionistas (Harris y

Raviv, 1988). Sin embargo, el atrincheramiento puede incrementar la probabilidad de que un directivo pueda bloquear una oferta y mantener el control (Harris y Raviv, 1988; Stulz, 1988).

La evidencia sugiere que los directivos se resisten a las tomas de control para proteger sus beneficios privados, a no ser que su participación accionarial en la empresa sea lo suficientemente elevada como para alinear sus intereses con los de los accionistas. En este sentido, Walkling y Long (1984) encuentran que cuando los directivos tienen un interés directo en la empresa mediante la propiedad de acciones o "paracaídas dorados"<sup>54</sup>, o cuando tienen una mayor probabilidad de mantenerse en su puesto de trabajo, la resistencia a las tomas de control que incrementan el valor de la empresa es menor.

Stulz (1988) ofrece una teoría sobre la relación entre la propiedad directiva y la Q de Tobin que se centra en los procesos de tomas de control. En dicha teoría, la preferencia de los directivos por el control y su negativa a ofrecer sus acciones obliga a los adquirentes a pagar mayores primas para ganar el control cuando la propiedad del directivo es alta, y en ocasiones ello dará lugar a un incremento del valor de la empresa objetivo ex-ante. Cuando la propiedad del directivo es tan alta que la toma de control no puede llevarse a cabo con éxito, el valor ex-ante de la empresa no incluye la prima de la toma de control, y es por lo tanto bajo, es decir, cuando la propiedad gerencial alcanza el 50%, la probabilidad de que se produzca una toma de control hostil es nula, observándose que el valor de la empresa alcanza un mínimo cuando la propiedad de los directivos alcanza el 50%. Del mismo modo, Weston (1979) concluye que ninguna empresa en la que los directivos poseían más del 30% ha sido objeto de una toma de control hostil.

La principal diferencia entre la teoría de Stulz y la de Jensen y Meckling (1976) radica en que la riqueza que obtiene el accionista derivada de la mayor participación accionarial de los directivos se debe a la oposición efectiva hacia las tomas de control y no al alineamiento de intereses entre accionistas y directivos.

---

<sup>54</sup> Obligación contractual por la que la empresa objetivo se obliga a pagar una alta remuneración a sus directivos en el caso de que la empresa cambie de manos o sean despedidos.

### **2.4.3. Inversores institucionales.**

El inversor institucional puede jugar un papel importante en el control de las acciones directivas, dada la importancia de su función en las empresas: prestamista, colocación de bonos y obligaciones, participación en el capital de la empresa, o el ofrecer facilidades de pago e información. Sin embargo, los inversores institucionales han sido acusados de ser una de las principales causas de la OPAs hostiles, de la creciente volatilidad de los mercados financieros y de la primacía del corto plazo en muchas decisiones empresariales. Así, mientras algunos estudios ponen de relieve el papel disciplinario de éstos; otros sugieren la existencia de colusión de intereses con los directivos de las empresas participadas, aunque ni siquiera está claro que contribuyan a recortar el horizonte temporal de las inversiones en las empresas (Bengoechea, 1997).

La evidencia con respecto a la vigilancia de los inversores institucionales es, por lo tanto, mixta. Pound (1988) propone tres hipótesis sobre la relación entre la propiedad institucional y el valor de la empresa: 1) la hipótesis de supervisión eficiente, 2) la hipótesis de conflicto de intereses, y 3) la hipótesis de alineamiento estratégico. De acuerdo con la hipótesis de supervisión eficiente, los inversores institucionales tienen mayores conocimientos y pueden supervisar a los directivos a un coste inferior al que estarían sometidos los pequeños accionistas. Por lo tanto, esta hipótesis predice una relación positiva entre la propiedad institucional y el valor de la empresa. Sin embargo, tanto la hipótesis de conflicto de intereses, como la hipótesis de alineamiento estratégico que sugiere la cooperación entre inversores institucionales y directivos, sugieren una relación negativa entre la propiedad institucional y el valor de la empresa.

Evidencia a favor de la hipótesis de supervisión eficiente de la propiedad institucional y, en particular, del porcentaje accionarial en manos de los bancos ha sido encontrada en varios países tales como Japón (Lichtenberg y Pushner, 1992), Alemania (Cable, 1995) y Estados Unidos (McConnell y Servaes, 1990).

En España, la evidencia encontrada en los últimos años ha sido de carácter mixto, por una parte, se ha podido afirmar el importante papel que la propiedad bancaria representa sobre los resultados de la empresa (Canals, 1998 y Zoido, 1998) mientras que por otra parte se ha puesto de manifiesto la hipótesis de expropiación, que considera el beneficio privado que persigue el principal accionista de la empresa a expensas del resto de los inversores dando lugar a un efecto negativo sobre el resultado (Cuervo Cazorra, 1999).

Del mismo modo que los bancos, los fondos de pensiones y los fondos de inversión han pasado a ser especialmente importantes, abandonando su papel tradicional de inversores pasivos para pasar a convertirse en accionistas activos y supervisores de la actividad empresarial. Admati, Pfleiderer y Zechner (1994) modelan formalmente ese carácter activo del inversor institucional mostrando como los grandes accionistas con carteras diversificadas tienen un incentivo para gastar sus fondos en la supervisión de la gerencia a pesar de que el resto de los accionistas se puedan beneficiar también de esta actuación. En su modelo, el comportamiento activo se da como resultado del equilibrio entre las ganancias esperadas derivadas de la supervisión y los costes esperados. Del mismo modo, Ayres y Cramton (1993) señalan que las relaciones que se mantienen a lo largo del tiempo entre la empresa y el inversor institucional a través de su participación en el capital, han aumentado la credibilidad de la supervisión directiva que ejercen, incrementado así los beneficios derivados del comportamiento activo.

Sin embargo, no debemos olvidar los costes que acompañan a la supervisión institucional y que podemos resumir en tres (Macey, 1998): las habilidades humanas necesarias para ser un gestor de fondos adecuado no tienen por qué coincidir con las necesarias para aconsejar a las empresas en las que el fondo está invertido, problemas de free-riding que hacen que las ganancias asociadas con la actividad de dichos gestores sean compartidas por el resto de inversores e incluso por fondos de inversión rivales, y la pérdida de liquidez que los inversores institucionales no desean aunque con ello consigan mayor participación en las decisiones de la empresa.

Por otro lado, la función de intermediación de las instituciones financieras permiten canalizar los fondos de los inversores individuales a las empresas con oportunidades de inversión productivas. De esta manera, los problemas de información entre empresas e inversores llevan a considerar a los bancos y a las instituciones financieras como controladores de la actividad empresarial asumiendo los costes de información de la misma y tratando de asegurar que los directivos lleven a cabo acciones eficientes, asignando los recursos financieros a los proyectos más rentables con lo que se maximiza el valor económico final. Diamond (1984) muestra cómo la delegación de la tarea de control en los intermediarios financieros minimiza los costes de supervisión, puesto que si dicha función es ejercida por los accionistas se duplicarían dichos costes innecesariamente.

Sin embargo, la función de las entidades financieras no queda limitada a la de mero intermediario, sino que dentro de la empresa juegan un importante papel tanto cuando actúan como accionistas de la misma, que acabamos de comentar, como cuando se convierte en uno de los principales acreedores de dicha empresa. En este sentido, si las instituciones financieras se convierten en accionistas importantes de las empresas a las cuales prestan, los problemas de agencia asociados a la emisión de deuda se reducirán, puesto que al convertirse en controladores de las decisiones de la empresa el incentivo a transferir riqueza de los accionistas a los acreedores será reducido.

Jensen y Meckling (1976) y Myers (1977), entre otros, han estudiado los incentivos de los accionistas a apropiarse de la riqueza de sus acreedores mediante la realización de inversiones subóptimas que comprometen los intereses de estos últimos<sup>55</sup>. La realización de inversiones arriesgadas y subóptimas por parte de la empresa puede tener dos efectos. Por un lado, transfiere riqueza de los acreedores a los accionistas, ya que el riesgo es soportado por los primeros debido a la responsabilidad limitada que en las sociedades anónimas poseen los segundos. Por otro lado, se produce una disminución en el valor de la empresa debido al coste

---

<sup>55</sup> Cuando los acreedores se dan cuenta de estos incentivos, exigirán un interés superior por los préstamos que conceden a las empresas que son más susceptibles de este problema, dando lugar a un menor ratio óptimo de deuda. La evidencia empírica pone de manifiesto una relación negativa entre el ratio de deuda en las empresas americanas y su iniciativa a embarcarse en proyectos arriesgados o inversiones subóptimas, mientras que en las empresas japonesas no se observa dicha relación.

asociado a la naturaleza subóptima de tales inversiones. Si cada inversor posee el mismo porcentaje de deuda que de acciones, no será necesario el control sobre las políticas de la empresa para evitar la transferencia de riqueza. Sin embargo, esto no solucionará el problema de agencia si los accionistas de participación mayoritaria tienen incentivos para realizar inversiones arriesgadas y subóptimas. Incluso los inversores que poseen igual porcentaje de deuda que de acciones en la empresa, no verán cubiertas las pérdidas provocadas por inversiones subóptimas. Sin embargo, si los grandes acreedores pueden influir en las políticas de la empresa a través de sus grandes participaciones en el capital, las inversiones de este tipo serán muy reducidas. Por lo tanto, la participación significativa de los grandes acreedores en el capital de la empresa les dará la oportunidad de proteger el valor de su deuda limitando la utilización de políticas de inversión arriesgadas y subóptimas.

En este sentido, el trabajo de Prowse (1990) concluye que las instituciones financieras que son a la vez grandes acreedores y accionistas en la misma empresa reducen el problema de agencia derivado de la emisión de deuda, analizando para ello tanto empresas americanas como japonesas. La diferente limitación que las instituciones financieras pueden encontrar en cuanto a la participación en el capital de las empresas o el préstamo provoca resultados diferentes en ambos países. Mientras que los inversores institucionales americanos presentan ciertas restricciones en este sentido, los japoneses adquieren una posición considerable en el capital de las empresas a las que prestan. Sin embargo, el límite establecido a los acreedores para participar en el capital de la empresa no implica la no existencia de mecanismos que permitan eliminar los problemas de agencia de la deuda, ya que por ejemplo, la posibilidad de incurrir en costes de quiebra desmotiva a los prestamistas en la realización de inversiones arriesgadas que conducirían a un incremento en la probabilidad de impago de la deuda. Del mismo modo, Kochhar y Parthiban (1996) encuentra un comportamiento poco arriesgado seguido por las empresas que cuentan con un alto porcentaje de su capital en manos de inversores institucionales

La hipótesis de que un incremento de la propiedad institucional en la empresa reduce el riesgo de la misma al disminuir la realización de inversiones subóptimas y el conflicto de agencia entre acreedores y accionistas no ha sido compartida por otros autores. Sias (1996) encuentra una relación positiva entre el

nivel de propiedad institucional y la volatilidad de los rendimientos de las acciones lo cual podría justificarse por la mayor atracción que el inversor institucional tiene por los activos arriesgados o, en el sentido inverso, por la mayor volatilidad que genera el incremento de la propiedad del inversor institucional en la empresa, habiendo encontrado evidencia a esta última justificación. Hansen y Hill (1991), a su vez, asocian los mayores gastos en I+D con una alta participación institucional en la propiedad y en el consejo.

Para el caso español, Hernando y Vallés (1992) no encuentran evidencia empírica de que las empresas no afiliadas a un grupo bancario se comporten con mayores restricciones financieras que las afiliadas, por lo que la solución a la asimetría de la información existente en el mercado de crédito no parece aliviarse con la participación de las entidades de crédito en el capital de la empresa. Por su parte, Giner y Salas (1995b) consideran el comportamiento más estable que cabe esperar de las empresas con participación de bancos en su estructura de propiedad afirmando que la hipótesis de jerarquía financiera se acepta para las empresas donde los bancos no poseen una participación accionarial significativa.

Por último, señalamos aquellos factores de la empresa que afectan al grado de supervisión por parte de los inversores institucionales, y por lo tanto a la influencia de éstos en la creación de valor de la empresa.

En primer lugar, la estructura de propiedad de la empresa puede condicionar la supervisión institucional. Si la supervisión del inversor institucional es una alternativa a otras formas de control empresarial y éste actúa como un gran accionista no relacionado con la empresa, entonces el nivel de propiedad institucional estará relacionado positivamente con la probabilidad de que la empresa sea objeto de la supervisión institucional. Si los inversores institucionales se comportan más como accionistas internos a la empresa, como indican Roe (1990) y Pound (1988), habrá entonces una relación negativa entre el nivel de propiedad institucional y la supervisión que ejercen.

En segundo lugar, el tamaño de la empresa afecta también a la probabilidad de que una empresa sea objeto de supervisión institucional. Si las empresas más grandes forman parte de las carteras de inversión de los inversores institucionales, el

beneficio esperado de su supervisión será mayor, puesto que la ganancia privada que obtienen de dicha supervisión (si ésta es adecuada) será más alta. Por lo tanto, se establece una relación positiva entre el tamaño de la empresa y la probabilidad de que sea objeto de supervisión institucional.

En tercer lugar, puede establecerse una relación negativa entre el rendimiento de los precios en el mercado y la supervisión institucional, el rendimiento de las acciones puede reflejar el rendimiento directivo y aquellas empresas con rendimientos más bajos serán más proclives a estar sometidas a la supervisión institucional. Del mismo modo, una menor  $Q$  de Tobin (o valor de mercado sobre valor de reposición del activo) debería ir acompañada de una mayor probabilidad de supervisión institucional con el ánimo de incrementarla, idea que se desprende de la relación positiva que en varios trabajos se ha demostrado que existe entre la  $Q$  de Tobin y los mecanismos de control corporativo<sup>56</sup>.

En este sentido, el trabajo de Smith (1996) centrado en las empresas que forman parte del fondo CalPERS (California Public Employees' Retirement System) concluye que el incremento en el valor de sus participaciones derivado de la supervisión que ejerce es casi de 19 millones de dólares durante el periodo comprendido entre 1987 y 1993, mientras que los costes derivados de la actividad de supervisión durante el mismo periodo se elevan a 3,5 millones de dólares aproximadamente. En su trabajo también observan una relación positiva entre ambos el tamaño de la empresa y el nivel de propiedad institucional y la probabilidad de que la empresa esté sometida a la supervisión institucional. De hecho, el 72% de las empresas a las que supervisa CalPERS se adaptan a los cambios propuestos por éste, lo que se traduce en un incremento de la riqueza de los accionistas, y en una disminución en aquellas empresas que se resisten a los cambios. El cambio que la supervisión institucional puede provocar en el rendimiento operativo de la empresa no resultó ser estadísticamente significativo.

---

<sup>56</sup> Véase, por ejemplo, Lang, Stulz y Walkling (1989) y Servaes (1991).

#### **2.4.4. Interdependencia entre los mecanismos de gobierno y relación causal alternativa.**

Como venimos planteando a lo largo de este trabajo, no podemos considerar los distintos mecanismos de gobierno de forma aislada, sino que la complejidad del entorno, su dinamismo y la existencia de información asimétrica hace que debamos establecer un marco de interdependencia entre los distintos mecanismos de gobierno a la hora de evaluar el impacto sobre la actividad empresarial y los resultados.

En este sentido se han decantado algunos trabajos. Así, la evidencia empírica al respecto recoge tres aspectos: el análisis de la interdependencia entre la propiedad accionarial y las políticas financieras de la empresa, la importancia de la competitividad de la empresa para evaluar el impacto de la estructura accionarial sobre la creación de valor y la interdependencia entre los diferentes mecanismos de gobierno existentes en la empresa.

##### **a) Determinación simultánea de la propiedad interna, la deuda y las políticas de dividendos.**

Estudios anteriores se han basado en los costes de información y en los problemas de agencia para explicar cada política financiera independientemente, considerando a la propiedad interna como un atributo específico exógeno de la empresa que afecta a la política de dividendos y de deuda. Sin embargo, la teoría de la agencia y de señales sugieren que los niveles de deuda de una empresa, los dividendos y la propiedad interna están relacionados no sólo con características específicas de la empresa similares, sino también unos con otros.

Las empresas pueden minimizar los costes creados por la asimetría informativa y los distintos incentivos optimizando conjuntamente las políticas de deuda, dividendos y propiedad interna. Si las empresas fuesen idénticas en sus operaciones reales, el análisis empírico de estas políticas sería muy simple. Podríamos simplemente examinar la deuda, los dividendos y los niveles de propiedad interna para identificar compensaciones sistemáticas entre estas políticas. Sin embargo, la realidad no es tan sencilla. No sólo las empresas se diferencian con respecto al tamaño, crecimiento y resultados, sino que estas características de las

empresas están relacionadas empíricamente con las políticas de deuda, dividendos, y propiedad interna. Por esta razón, el trabajo empírico debería estructurarse de manera que se evite la causalidad incorrecta entre estas políticas que es atribuible a una relación común con las operaciones reales.

La interacción entre las políticas financieras y la propiedad interna puede establecerse a partir de la asimetría de la información entre los directivos y los inversores externos. Dicha interacción puede dar lugar a beneficios redundantes en la reducción de los problemas de agencia y de asimetría informativa. Al mismo tiempo, existen costes asociados con cada una de estas herramientas. La propiedad interna es costosa para los directivos que no diversifican su cartera. La deuda reduce el free cash flow solo cuando crea nuevos conflictos entre acreedores y propietarios. Del mismo modo, la política de dividendos reduce la asimetría informativa sólo si los cambios en los dividendos son una señal costosa.

En general, los estudios sobre la propiedad accionarial y la política financiera de la empresa suelen establecer una relación causal que va desde el primero al segundo. Sin embargo, la posible simultaneidad entre las decisiones financieras y la estructura accionarial provoca que puedan ser las políticas financieras de la empresa, relativas a endeudamiento, dividendos e inversión, las que determinen o atraigan a determinados inversores. Así, se han comenzado a plantear modelos de ecuaciones simultaneas que llegan a la conclusión, por término general, de que existe una influencia de la estructura accionarial sobre las decisiones financieras y no viceversa, ya que no se encuentran resultados significativos de que los inversores se encuentren atraídos por una determinada política financiera, sino que adoptan mayores posiciones en aquellas empresas en las que pueden ejercer un mayor control y en las que puedan obtener un mayor beneficio derivado de la supervisión.

A continuación recogemos la evidencia empírica, que en un contexto de ecuaciones simultaneas, pone de manifiesto la ausencia de interdependencia entre las políticas financieras en la empresa y la estructura de propiedad.

Estudio	VARIABLES dependientes	Metodología	Muestra	Resultados
Cho (1998)	- Propiedad interna - Valor de la empresa - Inversión	MC2E	326 empresas Año: 1991 País: EEUU	La inversión afecta al % de propiedad interna a través de su influencia en el valor de la empresa
Bathala, Moon y Rao (1994)	- Propiedad interna - Deuda	MC2E	516 empresas Año: 1988 País: EEUU	Propiedad interna significativa y negativa en la ecuación de deuda. La deuda no significativa en la ecuación de propiedad interna
Eckbo y Verma (1994)	- Propiedad - Dividendos	MC3E	88 empresas Año: 1980-87 País: Canadá	Los dividendos aumentan significativamente con el poder de voto de los accionistas empresariales/institucionales y disminuye significativamente con el poder de voto de los directivos propietarios
Jensen, Solberg y Zorn (1992)	- Propiedad interna - Deuda - Dividendos	MC3E	565 empresas en 1982 y 632 en 1987 País: EEUU	Los niveles de deuda y de dividendos disminuyen significativamente con el porcentaje de propiedad interna

*Cuadro 2.9.: Evidencia empírica de la interrelación entre la estructura de propiedad y las decisiones financieras de la empresa.*

### **b) Competencia, endeudamiento y control accionarial.**

La competencia o inexistencia de un monopolio puede desfavorecer la apropiación de rentas por parte de los directivos de la empresa, lo cual justifica la relación positiva existente entre competencia y rendimiento empresarial. De ahí que pueda existir una posible sustitución entre la competencia y la concentración de la propiedad como factor explicativo de la productividad empresarial y como una posible alternativa a la supervisión accionarial. Sin embargo, tal y como señalan Jensen y Meckling (1976), el propietario de un monopolio tendrá tantos incentivos para evitar la apropiación de rentas por parte del directivo, como el propietario de una empresa en un mercado competitivo.

En este sentido, Nickell, Nicolitsas y Dryden (1997) establecen dos aspectos a considerar en relación con la competencia. En primer lugar, podemos decir que resulta más sencillo para los propietarios y para el mercado controlar a los directivos en un entorno competitivo en el que existen más oportunidades para comparar. Por otro lado, se puede afirmar que, bajo ciertos supuestos, una mayor competencia da lugar a una mayor probabilidad de quiebra para un nivel dado de esfuerzo directivo, por lo que los directivos se esforzarán para evitar esta situación. Para el directivo la quiebra es una seria amenaza por la posible pérdida de su trabajo, de las rentas asociadas al mismo y su reputación<sup>57</sup>. El hecho de que los altos niveles de deuda o

<sup>57</sup> En presencia de responsabilidad limitada, la quiebra supone una amenaza menor para los propietarios de la empresa.

los altos pagos de intereses actúen para disciplinar a los directivos se asocian inicialmente con las compras apalancadas donde se demostró que éstas incrementaban la productividad.

Nickell, Nicolitsas y Dryden (1997) investigan el efecto de estos tres factores, la competencia en el mercado de productos, la presión financiera y el control ejercido por los accionistas, sobre la productividad de las empresas. Concretamente, consideran una relación positiva entre estas tres variables y los resultados de la empresa, sugiriendo que la competitividad puede actuar como sustituto de la presión financiera y el control accionarial desde un punto de vista supervisor. De hecho, la evidencia sugiere que el impacto de la competencia sobre la productividad será menor cuando las empresas se encuentren bajo presión financiera o cuando tengan un accionista dominante externo. Sin embargo, la relación causal entre la competencia y la presión financiera podría establecerse en un sentido opuesto al considerado hasta ahora. Es decir, un alto crecimiento de la productividad podría traducirse en un dominio del mercado así como en la obtención de rentas elevadas y ausencia de presión financiera. Asimismo, a largo plazo, podemos encontrar que crecimientos elevados de productividad dan lugar a rentas elevadas que a su vez atraen a accionistas dominantes, observándose de nuevo una relación causal en sentido opuesto a la planteada.

### **c) Rendimiento empresarial e interacción entre los mecanismos de control empresarial.**

El efecto de los mecanismos de control sobre el rendimiento empresarial ha sido analizado en diversos trabajos en un sentido individual. Sin embargo, se ha empezado a estudiar el efecto conjunto de los distintos mecanismos de gobierno sobre los resultados empresariales.

En este sentido, Moyer, Rao y Sisneros (1992) consideran la sustituibilidad entre la composición del consejo, la propiedad interna, la propiedad institucional, la supervisión llevada a cabo por los analistas, la política de endeudamiento y la política de dividendos, aunque no lo hacen en un sentido de simultaneidad. Por su parte, Holthausen y Larcker (1993) consideran un sistema de ecuaciones simultáneas para analizar la interacción entre la propiedad interna y la composición del consejo y su efecto sobre el rendimiento de la empresa.

Agrawal y Knoeber (1996) analizan la interdependencia entre distintos mecanismos de gobierno distinguiendo por un lado aquellos que se corresponden con decisiones internas de la empresa, y por otro aquellos que son el resultado de decisiones externas. Dentro de los primeros estarían incluidos la propiedad interna, la existencia de directores externos en el consejo, la financiación mediante deuda y el mercado de trabajo directivo. En cuanto a los segundos incluyen la propiedad institucional, la concentración de acciones en personas ajenas a la empresa y el mercado de control corporativo. Sin embargo, no podemos olvidar que la decisión óptima en la utilización de estos mecanismos dará lugar a unos beneficios derivados de la mejora en los incentivos directivos pero también supone ciertos costes, por lo que la utilización del mecanismo se incrementará hasta que los beneficios marginales derivados de la misma compensen los costes marginales, como por ejemplo el coste adicional en el que se incurre por soportar el riesgo derivado de la pérdida de diversificación asociada a una mayor propiedad interna de acciones.

El trabajo de Agrawal y Knoeber (1996) persigue un doble objetivo. En primer lugar analiza la interdependencia entre los siete mecanismos de control señalados, pasando a continuación a investigar la relación entre los mecanismos de control y el rendimiento de la empresa medido por la Q de Tobin<sup>58</sup>. El resultado de su sistema de ecuaciones simultáneas utilizando MC2E pone de manifiesto la interdependencia entre los distintos mecanismos de control.

---

<sup>58</sup> Para medir la Q de Tobin utilizan la medida de Perfect y Wiles (1994) según la cual  $Q = V/\text{Valor contable del activo}$  (siendo  $V = \text{valor de mercado de los fondos propios} + \text{valor contable de la deuda a largo plazo y a corto plazo} + \text{acciones preferentes al valor de liquidación} + \text{valor contable de la deuda convertible y de las acciones preferentes convertibles}$ ).

A continuación, utilizando Mínimos Cuadrados Ordinarios consideran el efecto que cada uno de los mecanismos tiene sobre la Q de Tobin por separado, obteniendo resultados estadísticamente significativos para la propiedad interna (en sentido positivo), la existencia de directores externos en el consejo (en sentido negativo), el endeudamiento (en sentido negativo) y la probabilidad de ser objeto de toma de control (en sentido negativo). Sin embargo, estos resultados pueden ser consistentes también con una relación causal establecida en sentido opuesto, es decir, que los mayores rendimientos de la empresa pueden dar lugar a mayor propiedad interna, menos directores externos en el consejo, menos deuda y menos probabilidad de toma de control, por lo que este tema se convierte en una cuestión empírica. Al considerar los mecanismos simultáneamente y resolver por MC2E solo permanecerá como significativo el efecto negativo de la composición del consejo. Estos resultados sugieren que los distintos mecanismos de gobierno son elegidos de manera óptima excepto la composición del consejo, que parece tener demasiados individuos externos a la empresa a partir de una muestra de 400 grandes empresas americanas.

En resumen, si bien es cierto que teóricamente se pueden establecer relaciones e interdependencias entre los distintos mecanismos de gobierno (que se establecen a través de la propiedad accionarial, composición del consejo y política de endeudamiento) y la creación de valor en la empresa, la evidencia empírica no permite afirmar dicha relación bidireccional, sino que en la mayoría de los casos se produce una relación unidireccional en el sentido que va desde los mecanismos de gobierno hacia la creación de valor y las decisiones financieras.

## **2.5. CONCENTRACIÓN DE LA DEUDA Y SUPERVISIÓN**

El control corporativo no sólo es susceptible de ejercitarse desde el poder que confiere la propiedad, como hemos señalado anteriormente, sino también desde los derechos que otorga la financiación externa. Cuanto mayor y más concentrada sea la posición deudora, el incentivo de los acreedores para vigilar la gestión empresarial será superior. A su vez, la supervisión ejercida por los bancos sobre las empresas no financieras será tanto mayor cuanto menor sea la posibilidad para obtener recursos ajenos de fuentes alternativas a la crediticia.

Al igual que los grandes accionistas, los grandes acreedores tienen grandes inversiones en la empresa y quieren ver los resultados de sus inversiones materializados. Su poder viene en parte de la variedad de derechos de control que reciben cuando la empresa impaga o viola los términos del contrato de deuda, y en parte porque suelen prestar a corto plazo, por lo que los prestatarios tendrán que buscar nuevos fondos cada cortos periodos de tiempo. Como resultado de tener toda una gama de derechos de control, los grandes acreedores combinan los derechos sobre los flujos de caja con la habilidad para interferir en las decisiones de la empresa. Además, en muchos países, los bancos terminan teniendo tanto fondos propios como deuda de las empresas en las que invierten, como vimos en el apartado anterior, o alternativamente votan en nombre de otros inversores. Como resultado, podemos decir que los bancos y otros grandes acreedores son en muchos aspectos similares a los grandes accionistas.

### **2.5.1. El gobierno a través de los grandes acreedores.**

Aunque el gobierno de la empresa por los grandes acreedores ha sido objeto de una amplia discusión teórica, la evidencia empírica sobre su papel supervisor continúa siendo escasa.

Una de las principales ventajas que se ha atribuido al control a través de las instituciones financieras que actúan como grandes acreedores de la empresa es que permite reducir los problemas de información. Estos problemas derivados de la asimetría informativa pueden llevar a no realizar proyectos con valor actual neto positivo (Myers y Majluf, 1984), habiéndose observado una menor dependencia de la inversión a los flujos de caja en aquellas empresas con una mayor dependencia de las entidades bancarias, las cuales acceden a la financiación vía préstamos en vez de acudir al mercado de capitales.

Sin embargo, a pesar de las ventajas que acompañan al control ejercido por las instituciones financieras, se ha observado como algunas empresas han reducido la dependencia que tenían de estas entidades, reducción que se debe a los beneficios derivados de la obtención de fondos a través de los mercados de capitales y a los costes originados por mantener los lazos de unión con las entidades bancarias. Hoshi, Kashyap y Sharfstein (1990) encuentran evidencia de que aquellas empresas que

reducen su dependencia bancaria tienen un mayor crecimiento y una mayor Q de Tobin. La disminución de la dependencia bancaria puede explicarse a partir de los diferentes objetivos perseguidos por bancos, directivos y accionistas. Los bancos, como acreedores de la empresa, no participan de los beneficios derivados del buen desarrollo de la empresa (a no ser que posean cierta participación en su capital). Los accionistas, por su parte, tratan de maximizar el valor de la empresa, lo que genera un conflicto debido al comportamiento conservador en la política de inversión de la empresa que llevan a cabo las entidades bancarias cuando de ellas depende el control de las mismas, por lo que se tiende a reducir la dependencia bancaria para evitar este problema al coste de tener una mayor restricción de liquidez. Por último, los directivos prefieren tener un control sobre las decisiones operativas mayor que el que el banco estaría dispuesto a permitir, por lo que los directivos tratarán de debilitar la dependencia bancaria incurriendo en unos mayores costes financieros, con lo que conseguirán un mayor control de la actividad.

Empíricamente, Hoshi, Kashyap y Scharfstein (1990) observan como cuanto mayor es la liquidez<sup>59</sup> de la empresa mayor será el incentivo de los accionistas y de los directivos a reducir la dependencia de las entidades bancarias y el control ejercido por las mismas. Por su parte, Hoshi et al. (1993) analizan las empresas que han incrementado la utilización de los mercados de deuda pública y han reducido su dependencia de los préstamos bancarios. Encuentran que aquellas empresas con mayores rendimientos, así como aquellas con menores rendimientos pero en las que los directivos tienen una parte significativa del capital, han sido las que más han disminuido su dependencia bancaria. La razón se basa en que la financiación intermediada supone una supervisión significativa por parte del banco, que conlleva costes que las empresas con buenos rendimientos y oportunidades de inversión preferirán no soportar, como el comportamiento inversor más conservador. Por lo tanto, cuando la empresa tiene la oportunidad de acudir a los mercados de deuda pública, reaccionará de manera que maximice el beneficio aprovechando esta forma de financiación.

---

<sup>59</sup> Medida a través de los flujos de caja corrientes (beneficios después de impuestos + amortización - dividendos) y de los activos negociables en el mercado que posee la empresa.

Asimismo, los directivos de las empresas tienen un incentivo a acudir a dicha financiación porque de esta manera estarán menos sujetos a la supervisión por parte de los “stakeholders”. Por lo tanto, las empresas en las que los directivos están atrincherados reducirán su dependencia bancaria y se financiarán a través de los mercados públicos. En este caso su respuesta no trata de maximizar el beneficio, sino de maximizar las preferencias del directivo, pero tanto en un caso como en otro, el resultado supone una reducción de la dependencia bancaria. Sin embargo, esta disminución de los préstamos bancarios y la mayor utilización de los mercados de deuda no parece ser siempre adecuada debido a los problemas de renegociación. Es decir, si un prestatario impaga la deuda concedida por un gran número de acreedores, la renegociación con estos acreedores será extremadamente difícil, y el prestatario será forzado a la quiebra (Gerten y Scharfstein, 1991; Bolton y Scharfstein, 1996). Por el contrario, será más fácil renegociar con un banco. La dificultad de la renegociación y el poder de la dispersión de los acreedores, explica porqué la deuda pública es un instrumento financiero poco utilizado que sólo se emplea en algunos países desarrollados, e incluso allí en menor medida que la deuda bancaria (Mayer, 1990).

Sin embargo, a pesar de las ventajas atribuidas a la menor dependencia bancaria, la evidencia internacional ha señalado el papel supervisor de los grandes acreedores y su efecto positivo sobre el valor de la empresa. Para Japón, Kaplan y Minton (1994) y Kang y Shivdasani (1995) encuentran que la respuesta del esfuerzo directivo al escaso rendimiento de las empresas tiene una mayor incidencia en las empresas que mantienen una relación directa con un banco. Para Alemania, Gorton y Schmid (1996) encuentran evidencia de que los bancos mejoran el rendimiento de las empresas (hasta el punto de que compran acciones de la misma) en mayor medida que otros accionistas mayoritarios en 1974, aunque esta evidencia no se repetirá para 1985. En Estados Unidos, DeLong (1991) señala el importante papel de gobierno que juega J.P Morgan en las compañías en las que invierte. Más recientemente, se ha demostrado como los bancos americanos juegan un papel de gobierno más importante en las quiebras, cuando cambian a los administradores y directores (Gilson, 1990).

Por último, cabe señalar que la efectividad de los grandes acreedores así como la efectividad de los grandes accionistas en su función supervisora, depende de los derechos legales que tengan. En Alemania y Japón, el poder de los bancos en las empresas es muy significativo ya que suelen poseer un porcentaje sustancial de acciones, pertenecen al consejo de administración, juegan un papel fundamental en los préstamos y operan en un sistema legal favorable para los acreedores. Sin embargo, en otros países el gobierno de los bancos es menos efectivo (Barca, 1995).

### **2.5.2. Papel supervisor de la deuda.**

La necesidad de acceso a la financiación ajena por parte de la empresa, y en particular la decisión de aumentar su deuda, da lugar a una mayor supervisión y control de la misma por parte de los intermediarios financieros, los cuales evalúan los proyectos de inversión propuestos, ofreciendo una señal positiva al mercado, ya que únicamente se concederá financiación a aquellas empresas con una alta probabilidad de éxito en sus proyectos. Ello hace que sea menos necesario una supervisión adicional para comunicar información a los inversores.

Tradicionalmente, se han reconocido dos ventajas que acompañan a la decisión de incrementar el endeudamiento de la empresa. Por un lado, se reduce el problema de sobreinversión, al emplear parte de los flujos de libre disposición en el pago de la deuda (Jensen, 1986). En segundo lugar, un incremento de la deuda puede traducirse en una mejor decisión de inversión, puesto que la posibilidad de una quiebra en la empresa induce a los directivos a adoptar un comportamiento que trate de reducir la probabilidad de dicha quiebra. De esta manera, los directivos orientarán sus decisiones de forma más efectiva hacia el objetivo de creación de valor a fin de evitar la insolvencia y la quiebra empresarial, que perjudicará tanto a los accionistas como a los propios directivos. Hart (1995) considera que la deuda no se considerará una fuente supervisora efectiva si no está respaldada por un apropiado procedimiento de quiebra, es decir, el impago debe estar penalizado. Un mecanismo de quiebra suave con los directivos (como por ejemplo, la “Chapter 11”) tendrá la propiedad no deseable de que reduce el incentivo de los directivos para evitar la quiebra, disminuyendo así el papel disciplinante de la deuda.

La posibilidad de utilizar el endeudamiento como mecanismo de control de las acciones directivas y atenuante de los conflictos de agencia entre directivos y accionistas tiene sus límites en las restricciones al aumento de la deuda que suponen los costes de fracaso financiero y los problemas de agencia que surjan con los acreedores.

Algunos de los costes y beneficios que se han atribuido a la deuda desde el punto de vista del modelo de agencia basado en el conflicto directivo-accionista los recogemos a continuación con el ánimo de mostrar los posibles efectos que el nivel de endeudamiento puede tener sobre las decisiones directivas y los resultados últimos de la empresa:

MODELO	CONFLICTO directivo-accionista	BENEFICIO DE LA DEUDA	COSTE DE LA DEUDA
Jensen y Meckling (1976)	Beneficios privados para el directivo que no posee el 100% de la empresa	Si la inversión absoluta del directivo se mantiene constante, el incremento de la financiación con deuda, incrementa su participación en la empresa	“Efecto sustitución de activos”: el coste del incentivo a invertir en proyectos no rentables que crea la deuda es soportado por los accionistas.
Jensen (1986)	Sobreinversión	Reduce "free cash flow"	Sin especificar
Harris y Raviv (1990)	Los directivos siempre quieren continuar con las operaciones de la empresa, incluso si los inversores prefieren la liquidación	Permite a los inversores (acreedores) llevar a cabo la liquidación si los flujos de caja son bajos	Coste relacionado con la producción de información en la decisión de liquidación
Stulz (1990)	Sobreinversión	Reduce "free cash flow"	Infra inversión

**Cuadro 2.10. Costes y beneficios de la deuda.**

Según Stulz (1990), el nivel de deuda óptimo estará determinado por el punto de corte del beneficio de la deuda que resulta de evitar la inversión en proyectos que disminuyen el valor de la empresa y el coste de la deuda que resulta de evitar la inversión en proyectos que incrementan el valor. Por lo tanto, al igual que Jensen (1986), concluye que las empresas con buenas oportunidades de inversión tendrán niveles de deuda bajos en comparación con las empresas maduras, con un crecimiento lento, y pertenecientes a industrias que generan elevados flujos de caja. Es decir, en el caso de empresas con oportunidades de inversión la supervisión sobre la asignación de recursos que realiza el directivo será menor, aunque no innecesaria ya que el directivo puede siempre destinar los recursos en beneficio propio.

En resumen, las ventajas de la deuda, que pueden dar lugar a una relación positiva entre el nivel de endeudamiento y el valor de la empresa, pueden justificarse a través del efecto impositivo (Modigliani y Miller (1963), la hipótesis de

señalización mediante endeudamiento (Ross, 1977), la hipótesis de los flujos de libre disposición (Jensen, 1986), y el posible comportamiento más eficiente que llevan a cabo los directivos de la empresa endeudada.

### **2.5.2.1 Decisión de financiación con deuda versus emisión de acciones.**

Durante los últimos años se han realizado toda una serie de estudios que investigan el contrato de deuda como mecanismo para resolver los problemas de agencia. En esta nueva corriente, al contrario que en el marco de Modigliani y Miller (1958), el papel principal de la deuda será la capacidad que concede a los deudores para ejercer el control.

La deuda es relativamente fácil de valorar cuando existe una garantía, ya que los inversores sólo necesitarán conocer el valor de la garantía y no el valor de toda la empresa, tal y como requerirían los inversores que financian la empresa mediante la compra de acciones.

Dado que los derechos de los acreedores están más claros y que su violación es más fácil de verificar en los tribunales, la literatura existente ha considerado a la deuda como un mecanismo de protección de los inversores externos mejor que los fondos propios. Sin embargo el enfoque sobre los grandes inversores ofrece una nueva visión sobre el poder relativo de la deuda y de las acciones. En concreto, la deuda y las acciones deben ser comparadas en cuanto a la protección legal y la facilidad de concentración de propiedad que permiten.

Al contrario que a los acreedores, a los accionistas individuales, no se les promete una renta por su inversión en la empresa, aunque suelen recibir dividendos a la discrecionalidad del consejo de administración; no tienen derecho a activos específicos de la empresa y no tienen derecho a apropiarse de la garantía (una excepción serían los fondos de inversión, en los que los poseedores individuales de los mismos pueden forzar a la liquidación de la parte que les corresponde y la devolución de su valor); tampoco cuentan con una fecha final determinada para liquidar la empresa y los activos distribuidos. En resumen, puede que no se les devuelva lo que aportaron.

Sin embargo, dado que los accionistas tienen poder de voto y protección legal, tienen la habilidad para extraer algunos pagos de los directivos en forma de dividendos. La concentración de la propiedad de fondos propios, o al menos la amenaza de dicha concentración, se consideran factores relevantes para conseguir dichos pagos, ya que la amenaza de una destitución de los directivos o de una liquidación de la empresa incentiva a los directivos a pagar mayores dividendos para evitar estas situaciones (Fluck, 1995 y Myers, 1995).

En consecuencia, a pesar de la debilidad de los derechos de control cuando no existe concentración accionarial, los fondos propios son la herramienta financiera más adecuada cuando los contratos de deuda son difíciles de hacer cumplir, esto es, cuando no existe una garantía específica para devolver el crédito y cuando los flujos de caja a corto plazo son insuficientes para cumplir con los pagos de la deuda. Las empresas jóvenes, y empresas con activos intangibles, necesitarán financiarse con fondos propios simplemente porque sus activos tienen poco o ningún valor de liquidación. Si se financian con deuda, sus directivos dan el control completo al banco desde el principio. Sin embargo, si el valor de la empresa consiste fundamentalmente en sus oportunidades de crecimiento futuras, la concentración de la propiedad de los fondos propios en manos del empresario suele ser elevada, de manera que se evite el mayor control por parte de las entidades bancarias.

Nuestro análisis nos lleva a concluir que tanto la protección legal de los inversores como un determinado nivel de concentración en la propiedad accionarial son elementos esenciales de un buen sistema de gobierno empresarial, existiendo cierta complementariedad entre los distintos mecanismos, cuya no consideración llevaría a plantear modelos incompletos a la hora de explicar el rendimiento de la empresa. Sin embargo, creemos que ni la teoría ni la evidencia empírica son concluyentes a la hora de evaluar los efectos que los mecanismos de control de las acciones directivas, que se establecen a través de la estructura de propiedad y del nivel de endeudamiento, tienen sobre las decisiones financieras, y en última instancia, sobre los resultados empresariales. Asimismo, no debemos olvidar que el sistema de gobierno óptimo de una empresa no depende únicamente de factores

externos a ésta, sino que también de características específicas de la empresa, por lo que el análisis de la influencia de la estructura de propiedad sobre los resultados empresariales se convierte en una cuestión empírica que debemos analizar.

En particular, podemos establecer dos hipótesis generales en relación con la estructura de propiedad y su influencia sobre el valor de la empresa:

- La *hipótesis de supervisión* de la estructura accionarial, según la cual los accionistas mayoritarios actúan como supervisores de las acciones directivas logrando un mayor alineamiento de intereses entre accionistas y directivos que se traduce en una mayor creación de valor en la empresa a través del equilibrio entre los beneficios derivados de la mayor supervisión y los costes originados por la expropiación de accionistas minoritarios, pérdida de liquidez, disminución de la iniciativa directiva, y mayor riesgo asumido. Asimismo, según esta hipótesis de supervisión, la influencia de la estructura accionarial sobre la creación de valor será mayor cuanto mayor sea el conflicto de intereses entre accionistas y directivos en la empresa y los costes de agencia esperados.

Además, esta hipótesis de supervisión de la propiedad accionarial predice, por un lado, una posible sustitución entre ésta y la política de endeudamiento y de dividendos, como mecanismos de alineamiento de intereses o de señalización de mayores rendimientos futuros respectivamente; y por otro, una posible complementariedad entre la propiedad y las políticas financieras orientadas a la creación de valor promoviendo una mayor supervisión por parte de los acreedores y evitando la sobreinversión.

- *Hipótesis de beneficios privados o de expropiación de accionistas minoritarios*, según la cual junto al beneficio público derivado de la supervisión ejercida por la estructura accionarial y del que se benefician todos los inversores en la empresa, existe un incentivo para el inversor de utilizar su posición dominante, influir en el comportamiento de la empresa dominada y obtener beneficios privados de los que se apropian de manera exclusiva. Aunque 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 los accionistas minoritarios, pueden traducirse en una disminución del valor de la empresa.

El contraste de estas hipótesis permitirá establecer conclusiones sobre la influencia de la estructura accionarial (concentrada o dispersa) y la identidad del accionista dominante (directivos, inversores institucionales, empresas nacionales o extranjeras, el Estado o familias) sobre la creación de valor. Se analiza la importancia de la estructura accionarial (distinguiendo según la identidad del inversor) sobre la creación de valor en función de dos factores principales que afectan al gobierno de la empresa: el mayor o menor conflicto de intereses entre accionistas y directivos y la existencia o no de mecanismos de gobierno alternativos en la empresa. De esta manera, podrían ampliarse las recomendaciones que se establecen en los códigos de gobierno en relación con la estructura accionarial, que todavía resultan escasas y muy generales.